

La Politique de la Banque de France
d'Août 1926 au 25 Juin 1928

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 31 Mai 1929, à 14 heures

PAR

RAOUL TONDU

<i>Président :</i>	M. LESCURE,	<i>Professeur</i>
<i>Suffragants</i> {	M. JÈZE	—
	M. MAUNIER	—

JUVISY

GIRON & JUNG, IMPRIMEURS
40-42, Rue Victor-Hugo

1929



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Politique de la Banque de France d'Août 1926 au 25 Juin 1928

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 31 Mai 1929, à 14 heures

PAR

RAOUL TONDU

<i>Président :</i>	M. LESCURE,	<i>Professeur</i>
<i>Suffragants</i> {	M. JÈZE	—
	M. MAUNIER	—

JUVISY

GIRON & JUNG, IMPRIMEURS
40-42, Rue Victor-Hugo

—
1929

*La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être
considérées comme propres à leurs auteurs.*



A MA MÈRE

A MON GRAND-PÈRE

AVANT - PROPOS

Après la publication d'un si grand nombre d'ouvrages et d'articles relatifs aux événements monétaires qui se sont déroulés ces dernières années, il paraîtra peut-être inutile, voire même maladroit, de redire ici des choses connues, qui ont déjà été traitées avec grand talent par de très éminents spécialistes.

Il nous a semblé cependant qu'on ne saurait trop insister sur le rôle capital qui fut joué, au point de vue monétaire, dans cette dernière période de notre histoire d'après-guerre (juillet 1926-juin 1928) par notre grand Institut d'Emission. C'est pourquoi nous avons cru qu'il ne serait pas absolument vain d'extraire de l'œuvre accomplie, l'action propre de la Banque de France, et de la présenter en toute impartialité, dans une brève étude. Cette méthode aura du moins l'avantage de nous laisser sur le terrain neutre et positif des faits, et de ne pas nous entraîner sur le sol mouvant de la politique, si tant est cependant que l'on puisse en faire complètement abstraction.

Nous limiterons donc notre modeste travail à la politique de la Banque de France. Nous suivrons autant que possible dans chacune de nos divisions l'ordre chronologique des principaux faits qui se sont déroulés dans l'action de ce grand établissement en prenant pour point de départ la crise de juin-juillet 1926. Après avoir dit quelques mots sur les suggestions qu'avait présentées le Comité des Experts, nous étudierons successivement à l'occasion des principales opéra-

tions pratiquées par la Banque de France, la manière dont elle a usé des moyens qui avaient été mis à sa disposition. Nous ne cesserons, pendant le cours de cet exposé, d'avoir sous les yeux le bilan de la Banque, qui, à la lumière des chiffres, nous montrera le plus nettement possible, les diverses étapes du redressement opéré.

Puis, arrivant enfin au terme de notre étude, nous présenterons rapidement, pour ne pas trop dépasser les limites que nous nous sommes fixés, mais assez exactement cependant pour que notre travail forme un ensemble complet — les conséquences de la loi de stabilisation sur le bilan et la politique de la Banque. Nous pourrons ainsi mesurer le plus exactement possible les résultats obtenus.

Tel est, énoncé dans un bref résumé, le plan que nous nous proposons de suivre.



CHAPITRE I

I. — La situation en Juillet 1926

Le 21 juillet 1926, le Gouverneur de la Banque de France écrivait au Ministre des Finances que le solde créditeur du compte ouvert au Trésor sur les livres de la Banque de France se montait à peine à quelques dizaines de millions, et l'informait que si ce dernier ne disposait pas de ressources immédiatement disponibles pour alimenter son compte, la Banque se trouverait dans la nécessité de suspendre tous paiements pour le compte de l'Etat. C'était indiquer sans détours la situation lamentable du Trésor Public ; cette révélation troubla profondément l'opinion publique et le Parlement ; on mesurait, et on aurait pu craindre alors qu'il fut trop tard, le péril où il semblait presque impossible de ne pas tomber.

La publicité donnée à cette révélation eut pour conséquence de faire ouvrir les yeux des Pouvoirs publics, et nous nous dispenserons de rappeler ici quel revirement subit se produisit et avec quelle rapidité la confiance revint lors de la constitution du premier Ministère Poincaré. Laissons donc de côté toutes ces questions presque exclusivement psychologiques qui ont déterminé à elles seules pour une grande part, d'abord la baisse rapide, puis la hausse plus brusque encore du franc, et envisageons brièvement la situation de la Banque de France à cette époque troublée de juillet 1926, ce qui nous permettra de faire ressortir, connaissant bien le point de départ, quelle revalorisation croissante elle permit

d'assurer à notre monnaie et de quels heureux résultats son œuvre fut couronnée.

Le Comité des Experts créé par décret du 31 mai 1926 et dont le rapport avait été achevé et publié le 3 juillet suivant avait déjà mesuré toute la gravité de la situation ; dans ses suggestions, il faisait de la Banque de France l'agent principal, sinon unique, de la remise en état des finances publiques. Nous verrons ultérieurement que ces conseils ont été suivis presque à la lettre.

A cette époque, le compte courant du Trésor ne présentait déjà plus qu'un solde créditeur de 800 millions de francs ; tous les postes du bilan de la Banque de France dévoilaient également les difficultés financières.

Passons brièvement en vue les principaux d'entre eux.

Au passif, la circulation atteignait le 22 juillet, la somme de 55.006 millions de francs ; huit jours plus tard, le 29 juillet, elle passait à 56.022 millions en augmentation de plus d'un milliard ; il n'est pas superflu de rappeler que nous étions à une époque où le maximum légalement autorisé était de 58 milliards 1/2, ce qui fait ressortir la très faible marge disponible contribuant à rendre la situation très dangereuse.

Si, d'autre part, nous envisageons maintenant quelle était la garantie de ces billets, nous jugerons encore beaucoup plus facilement des dangers de cette inflation. Comment se présentait, en effet, l'actif du bilan ? Prenons les chiffres du 29 juillet. L'encaisse métallique était de 5.886 millions qui se répartissaient ainsi :

3.684 millions d'or en France.

1.864 millions d'or à l'étranger (1).

338 millions d'argent,

ce qui représentait à peine plus du dixième du chiffre de la circulation, exactement 104/1.000 ; si nous tenons compte que parmi ces réserves de métal, 1.864 millions, soit le tiers

(1) Cet or était déposé en garantie de prêts consentis par l'Angleterre à l'Etat français et à la Banque de France.

environ, étaient immobilisés et par conséquent indisponibles, nous voyons que la garantie métallique du billet était très précaire.

Le portefeuille commercial présentait un chiffre très élevé : 6.710 millions. Ceci tenait à plusieurs causes dont la principale était le développement considérable pris par les affaires ; c'est à la dépréciation de la monnaie qu'était dû ce développement ; les industriels français produisaient au maximum pour pouvoir écouler à l'étranger leurs fabrications et recevoir de leurs acheteurs, en paiement, des monnaies appréciées sur la place de Paris et dont la valeur croissait de jour en jour. Ils gagnaient considérablement au change ; certains même préféraient conserver les devises étrangères elles-mêmes dans l'espoir d'une dépréciation, toujours plus grande du franc ; cette dernière qui constituait une prime à l'exportation, était un encouragement indirect à la production. C'est pour essayer de ralentir ce mouvement que la Banque de France porta son taux d'escompte de 6 0/0 à 7 1/2 0/0 à la fin juillet 1926 : l'effet devait s'en faire immédiatement sentir. Quoi qu'il en soit, ce portefeuille commercial, étant donné les précautions infinies dont s'entoure la Banque pour admettre du papier à l'escompte, constituait malgré son volume excessif une sérieuse garantie pour les billets en circulation.

Le poste des avances sur titres présentait, toujours à la même date, un solde de 2.288 millions. En temps normal, les billets émis en contre-partie de ces opérations sont très fortement gagés, la Banque n'admettant en garantie d'avances que des valeurs considérées comme très sûres (rentes françaises, valeurs du Trésor et du Crédit National, actions et obligations de chemins de fer, obligations du Crédit Foncier) et ne prêtant que jusqu'à concurrence d'une partie de la valeur en bourse de ces titres. Mais, en juillet 1926, tous les titres avaient subi le contre-coup fâcheux de la baisse du franc ; ceux qui sont admis en garantie par la Banque de **France** (valeurs de père de famille) avaient tout particulièrement considérablement baissé ; certes la Banque procédait à

leur réévaluation et diminuait les crédits ouverts aux clients; mais un grand nombre de ces derniers avaient prélevé tout le disponible de leurs comptes qui se trouvaient ainsi, après la réévaluation du gage, « en dépassement ». Des garanties supplémentaires furent réclamées, mais la clientèle ne répondit pas toujours à l'appel de la Banque, et la situation aurait pu de ce fait devenir inquiétante.

Prenons un exemple numérique qui nous montrera aisément le danger couru. Soit un compte courant d'avances garanti par 10.000 francs de rente 4 0/0 1917 et ouvert en 1918 alors que cette rente était cotée 60 francs environ. La valeur de ces 10.000 francs de rente à ce cours était de 150.000 francs et le crédit ouvert (80 0/0 de la valeur des titres) de 120.000 francs. Envisageons maintenant la situation du même compte en juillet 1926. La rente 4 0/0 1917 cotait 45 francs, la valeur des titres était descendue à 112.500 francs et le crédit ouvert abaissé, après réévaluation, à 90.000 francs. Si le solde débiteur du compte était de 100.000 francs avant la réévaluation, la Banque ne courait encore aucun risque ; bien que le compte fut en dépassement sur le crédit ouvert (90.000 fr.), la valeur des titres (112.500 fr.), était encore supérieure au solde. Mais si ce dernier était de 120.000 francs, la Banque n'était plus couverte intégralement ; les titres ne valant plus que 112.500 francs, elle risquait de perdre 7.500 francs.

Ce cas s'est assez fréquemment présenté à cette époque et la garantie des billets eut pu en être affectée si la hausse des cours consécutive à la baisse de juillet 1926 n'était venue heureusement remédier très rapidement à cet état de choses. Sous réserve de ces quelques explications qu'il n'était pas inutile de présenter dans une étude objective, nous pouvons donc toutefois affirmer que les titres déposés en garantie d'avances étaient un gage solide pour les billets émis de ce chef.

Mais là, s'arrêtent les sûretés réelles. En les totalisant, nous arrivons à un chiffre de 14.884 millions sur un total de 56.022 millions de billets émis, soit 27 0/0, un peu plus du quart seulement.

La différence représentait à peu près le montant des avances de la Banque à l'Etat. Or, celles-ci constituaient-elles un gage bien solide ? Avant la guerre, personne ne songeait à s'émouvoir de la dette de l'Etat vis-à-vis de la Banque. En contre-partie des billets en circulation, figurait déjà, en effet, à l'actif du bilan, un poste « Avances à l'Etat » ; mais, outre qu'il était peu important (200 millions) le crédit de l'Etat français était assez sûr à cette époque pour que l'on ne songeât pas à s'inquiéter. Après la guerre la situation était renversée ; non seulement les avances à l'Etat constituaient de beaucoup la partie la plus importante (les deux tiers au moins) de la garantie des billets, mais encore celle-ci était-elle très faible. Pendant et après la guerre, l'Etat avait fait appel d'une façon presque continue à la Banque ; on était devant une nécessité ; faire face aux dépenses occasionnées d'abord par la Défense Nationale, et ensuite par les réparations matérielles des désastres de la guerre et tout particulièrement la reconstruction des régions dévastées. Des lois autorisant l'inflation étaient votées périodiquement par le Parlement, et mettaient la Banque dans l'obligation de fournir à l'Etat de nouveaux billets ; si avant la guerre, l'Etat était un débiteur que la Banque pouvait considérer comme solvable, il n'en était plus de même en 1926. On ne pouvait pas croire à la possibilité pour le Trésor de rembourser à la Banque les trente et quelques milliards qu'il lui devait. On l'avait bien vu quelque temps auparavant ; aux termes de la loi du 22 avril 1920 et des conventions entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France, en date du 14 avril et du 29 décembre 1920, l'Etat avait pris l'engagement de rembourser tous les ans à la Banque, à partir de 1922, une somme de 2 milliards ; mais on s'aperçut vite que ce projet ne pouvait être mis à exécution : à la fin de 1922, un milliard seulement fut remboursé, à la fin de 1923, huit cents millions. Puis, tout remboursement fut cessé et l'Etat recommença à emprunter à tel point que le maximum des avances qui était au début de 1924, de 23.200 millions de francs, atteignait deux ans plus tard au début de 1926, le chiffre de 38.500 millions.

Devant l'énormité de sa dette et l'impossibilité matérielle absolue de s'en libérer, l'Etat ne pouvait plus être considéré comme un débiteur solvable. La créance que la Banque avait sur lui, était bien un titre, mais un titre sans grande valeur ou tout au moins sans valeur suffisante pour donner une garantie sincère aux billets. La situation était renversée. La Banque seule inspirait confiance, ce n'était plus la créance de l'Etat qui garantissait les billets de Banque, c'était la signature de cette dernière qui donnait une certaine valeur aux paiements que faisait l'Etat. On n'accordait confiance qu'à la Banque de France, mais plus à l'Etat.

A côté de ces principaux postes du bilan de notre Institut d'émission, il est intéressant de signaler celui des comptes courants et de dépôts de la clientèle. Ceux-ci présentaient à la date du 29 juillet, un solde créditeur de 4.326 millions ; c'était un gros chiffre si on a soin de remarquer que le même solde n'avait pas coutume de dépasser la somme de trois milliards. Cette remarque confirme ce que nous disions précédemment : à une époque où l'on n'avait plus confiance en l'Etat, où les demandes de remboursement à la Caisse d'Épargne dépassaient de beaucoup les dépôts effectués, où les souscriptions aux Bons de la Défense Nationale étaient fortement ralentis et restaient, elles aussi, bien inférieures aux remboursements, la Banque de France voyait arriver vers elle une partie de l'argent liquide des particuliers qui préféreraient le déposer dans un lieu qu'ils considéraient comme sûr, se résignant pour prix de cette sécurité à se priver de l'intérêt que leurs disponibilités auraient pu leur procurer. Cette augmentation croissante des soldes créditeurs des divers comptes des clients, soldes qui figurent au passif du bilan de la Banque, est, me semble-t-il une preuve certaine de la confiance qu'inspirait la Banque de France à une époque de panique où l'on n'osait plus confier son argent à qui que ce soit, pas même à l'Etat qui offrait cependant un gros intérêt. Les commerçants, industriels et surtout les épargnants français apportaient en dépôt à la Banque 1.100 millions de francs en 15 jours, le solde des comptes des particuliers passait en effet de 3.226 millions au bilan du 15 juillet à 4.326 millions

à celui du 29 juillet, pour lesquels ils ne recevaient aucun intérêt aucune rémunération si ce n'est l'avantage d'une tranquillité qu'ils considéraient à juste titre, comme absolue.

Il semble donc hors de doute que notre Institut d'Emission apparaissait alors comme l'arbitre de la situation. Seul il était assez robuste pour pouvoir prendre la direction du redressement qui allait être accompli. Alors que le facteur psychologique jouait, sinon le seul, au moins le plus grand rôle, il était en France la seule organisation inspirant confiance. Il était donc tout naturel qu'il soit chargé de réaliser la stabilisation monétaire.

Mais savait-on exactement ce qu'il fallait faire à cette époque ? Certes, on voulait avant tout arrêter la baisse du franc ; c'était le plus pressé ; on verrait par la suite quelle solution on adopterait : revalorisation totale, revalorisation partielle, stabilisation à un cours fixe.

A vrai dire l'arrêt de la baisse du franc n'a pas été l'œuvre de la Banque de France. Le 20 juillet 1926, la livre sterling cotait 240 fr. 25 ; la situation semblait désespérée. L'arrivée au pouvoir du Gouvernement d'Union Nationale qui devait prendre pour plus de deux ans la direction des affaires publiques fit renaître dans tous les esprits, la confiance en l'Etat qui avait disparue depuis quelque temps. On se mit à jouer à la hausse du franc comme un mois auparavant on jouait à la baisse, ce qui eut pour effet immédiat d'améliorer le change. La Banque de France n'était pas intervenue.

Toutefois, on ne pouvait se contenter de cette œuvre négative ; c'était très bien d'avoir pu arrêter la dépréciation du franc, mais il fallait faire œuvre positive : il fallait que le billet de Banque recouvre une valeur, dépréciée peut-être, mais certaine et surtout stable : c'était une chose absolument nécessaire pour la bonne marche des affaires ; sans stabilité tout est déréglé ; on recherche de gros bénéfices en spéculant sur les cours des devises ou les écarts brusques des prix des marchandises ; des fortunes considérables, mais factices, apparaissent, qui sont englouties plus rapidement

encore que formées. Il était impossible de continuer à vivre ainsi : sans vouloir toujours trop l'avouer, tout le monde souhaitait secrètement le retour à la stabilité et aux affaires normales : on voulait être sûr du lendemain. L'opinion était faite en France de la nécessité de la stabilisation de la valeur de la monnaie : on était prêt pour l'obtenir à enregistrer définitivement la dépréciation monétaire.

Qu'y avait-il donc à faire ? Nous verrons, et c'est l'objet propre de notre étude, tout le rôle que la Banque de France a joué dans le redressement financier et la stabilisation de la monnaie.

Mais avant d'en entamer l'étude détaillée, il convient de voir rapidement quels espoirs on mettait alors en elle et quelles opinions étaient émises sur son rôle éventuel.



II. — Les suggestions du Comité des Experts

J'ai déjà cité précédemment le document principal qui servit de guide à ceux qui furent chargés de mener à bien la réforme monétaire qui s'imposait, j'ai nommé « le rapport du Comité des Experts ». Sans m'étendre sur les circonstances qui avaient amené M. Raoul PÉRET, ministre des Finances à instituer ce Comité, je ne puis m'empêcher de rappeler qu'il était composé d'hommes extrêmement versés dans le domaine des choses financières et économiques. Sa composition à elle seule montrait qu'il devait assigner à la Banque de France un rôle prépondérant. Il était présidé par M. SERGENT, ancien sous-gouverneur de la Banque de France. Autour de lui siégeaient entre autres personnalités, M. E. PICARD, alors premier sous-gouverneur de la Banque de France, M. MOREAU, alors directeur général de la Banque d'Algérie, et qui devait, quelques jours plus tard, devenir Gouverneur de la Banque de France et présider avec sa très haute compétence et sa grande autorité à l'œuvre stabilisatrice qu'allait accomplir notre institut d'émission. Deux éminents professeurs de la Faculté de Droit de Paris, M. RIST (qui plus tard fut nommé sous-gouverneur de la Banque de France) et M. JEZE, dont l'autorité est universellement connue et appréciée, venaient apporter au sein du Comité les savants conseils que leur connaissance approfondie des matières financières leur permettaient de donner. Des présidents ou administrateurs des grandes banques et des hautes personnalités du milieu économique français complétaient la composition du Comité.

En un mois ces experts dressèrent un tableau de la situation financière et commerciale générale de la France. Ils

consacraient une grande partie de leur travail à l'étude des moyens propres à remettre en état les finances publiques. Bien évidemment ils concluaient à la nécessité d'une stabilisation du franc. Comment l'envisageaient-ils ?

Ils faisaient de la Banque de France l'agent principal de ce mécanisme : « L'Etat n'est pas en mesure de se charger de cette opération... seule la Banque dispose d'un stock de devises suffisant ». Pour atteindre ce but, le rapport étudiait les diverses questions qui se posaient : « Questions de moment, de niveau, de méthode et de moyens ».

Il semble que, dans l'esprit des experts, le moment propice pour procéder légalement à la stabilisation devait être beaucoup plus rapproché que celui qui fut réellement choisi. Il est vrai qu'ils écrivaient à une époque où la livre valait environ 200 francs, et qu'on ne prévoyait pas alors un aussi brusque retour des choses et une aussi rapide revalorisation monétaire.

En ce qui concerne le niveau, ils ne se prononcèrent pas catégoriquement ; il était évidemment assez difficile de fixer un taux *a priori* ; cependant, on semble d'accord pour penser que, s'ils ne croyaient pas qu'il fut possible de réaliser la stabilisation sur la base de 124 francs pour une livre sterling, ils envisageaient toutefois un taux plus avantageux que le cours des changes coté à l'époque où ils écrivaient, car il était évident que la valeur réelle du franc était supérieure à celle qui semblait résulter de ces cours, et que c'était principalement la spéculation à la baisse qui contribuait à la dépréciation exagérée du franc.

Les experts prévoyaient une période de pré-stabilisation pendant laquelle la Banque agissant directement sur le marché devait essayer de régulariser les cours et de se rapprocher petit à petit de celui qui serait choisi comme niveau de stabilisation. Pour atteindre ce but, ils jugeaient indispensable qu'elle se procurât des crédits à l'étranger soit directement soit par l'intermédiaire du Gouvernement. Nous verrons ultérieurement que la Banque n'a pas eu besoin de recourir à ces crédits étrangers pour améliorer la valeur du

franc : les experts sur ce point s'étaient trompés ; mais ils avaient l'excuse d'être incapables de prévoir l'élan de confiance qui devait apparaître après le mois de juillet 1926, et qui, à lui seul, suffit pour faire revenir les cours du change à un niveau normal. Et si la Banque dut intervenir sur le marché ce n'est pas pour faire remonter le franc, mais au contraire pour l'empêcher de trop monter, nous verrons ultérieurement pourquoi.

Pour se procurer des moyens de change « immédiats et importants » le rapport du Comité prévoyait trois catégories de moyens :

- a) Des emprunts à long terme ;
- b) Des crédits à obtenir par la Banque de France ;
- c) Des crédits privés et commerciaux.

En réalité les résultats dépassèrent de beaucoup les espérances : point ne fut besoin d'avoir recours à des expédients pour attirer des capitaux en France, ils affluèrent d'eux-mêmes dans des proportions considérables.

A côté de ces divers moyens à employer éventuellement pour procurer à la Banque les crédits nécessaires, le Comité des Experts envisageait la possibilité pour notre institut d'émission de procéder à des achats de monnaies d'or et d'argent pour renforcer son encaisse métallique. Bien que « l'usage en première ligne de l'encaisse métallique de la Banque de France soulevât des objections », il était toutefois nécessaire que celle-ci soit suffisamment forte pour constituer la garantie première et essentielle des billets, comme il était de règle avant guerre. Enfin, il fallait surveiller la circulation, mais abandonner le système consistant à fixer à l'émission un maximum rigide, afin de pouvoir conserver une plus grande liberté d'action dans l'achat des monnaies d'or et d'argent et des devises étrangères.

Tels sont les divers moyens qui devaient permettre à la Banque d'entreprendre la stabilisation, car c'était bien, en effet une stabilisation que conseillaient les experts ; ils avaient abandonné tout espoir de revalorisation totale de la monnaie pour différentes raisons ; d'abord parce qu'ils pré-

voyaient la crise économique qui accompagnerait nécessairement cette revalorisation et les injustices dont elle ne manquerait pas d'être la cause entre débiteurs et créanciers. On pouvait évidemment objecter que la revalorisation totale ne serait que justice pour les créanciers d'avant guerre qui avaient contracté sur la base du franc or et qui depuis, avaient vu la valeur de leurs créances diminuer des trois quarts au moins par suite de la dépréciation monétaire. Mais après cinq années de guerre, et huit d'après guerre, une sorte d'adaptation s'était faite, et on augurait mal, tant pour des raisons d'ordre social, que pour des raisons d'ordre économique, d'un nouveau bouleversement des situations, qui aurait eu cette fois pour conséquence de léser considérablement ceux qui, après guerre, avaient emprunté des francs-papiers et qui auraient été obligés de rembourser des francs-or d'une valeur trois ou quatre fois plus grande. D'autre part, tout au moins à l'époque où écrivaient les experts, on ne pouvait pas croire sérieusement à la possibilité de la revalorisation : on considérait que le franc était trop déprécié et que la hausse des prix avait été trop importante pour que l'on pût revenir au niveau de vingt-cinq francs pour une livre sterling. On citait évidemment l'exemple de l'Angleterre qui était revenue en théorie à la situation d'avant-guerre, quoique de sérieuses réserves doivent être faites à ce sujet. Mais on devait bien penser que l'Angleterre n'avait pas souffert directement de la guerre comme la France, qui avait eu à reconstruire toutes les régions dévastées et que la carence de l'Allemagne avait doublement lésée.

CHAPITRE II

La circulation fiduciaire et ses facteurs

Voyons d'abord par quels moyens la Banque de France met en circulation ses propres billets, éléments de la circulation fiduciaire.

Une partie d'abord est émise en échange de l'or que les particuliers apportent à ses guichets ; puis, quand on lui présente des effets de commerce à l'escompte, elle paye le présentateur avec des billets. De même, celui qui emprunte sur des titres en reçoit également, de telle sorte que le portefeuille commercial de notre institut d'émission et les titres déposés dans ses caisses en garantie des avances consenties par elle constituent au même titre que l'or de l'encaisse, la garantie de la circulation fiduciaire. Toutes ces choses sont assez parfaitement connues pour qu'il soit inutile de les citer autrement que pour ordre et pour mémoire.

En temps normal, avant la guerre, par exemple, les avances à l'Etat, qui étaient peu importantes (200 millions de francs) (1) et qui figuraient à l'actif du bilan, avaient leur contre-partie, au passif, pour une somme égale, dans le montant des billets au porteur en circulation ; les avances à

(1) Avances consenties en exécution des lois des 9 juin 1857, 13 juillet 1878, 17 novembre 1897, 29 décembre 1911, 20 décembre 1918, généralement à l'occasion du renouvellement du privilège.

l'Etat étaient donc un moyen normal et peu dangereux, pour la Banque, d'émettre ses coupures.

Mais, en même temps qu'apparaissait le cours forcé au début de la guerre de 1914, les avances extraordinaires à l'Etat augmentèrent considérablement ; du même coup, les billets crurent en nombre, les avances de la Banque à l'Etat étant effectuées par une remise directe ou indirecte de billets qui venaient grossir le nombre de la circulation. C'était l'époque de l'inflation ; à chaque augmentation des avances, le montant maximum des billets était augmenté d'une égale somme, à tel point qu'il devait atteindre 58 milliards et demi en juillet 1926.

A cette époque, pour éviter une nouvelle inflation, le deuxième ministère Herriot démissionnaire, avait fait voter par les Chambres une loi autorisant l'Etat à céder à la Banque de France la partie qui subsistait de l'ancien fonds Morgan ; en échange de cette cession, la Banque était autorisée à émettre une quantité de billets dont la valeur serait égale au montant de celle-ci ; cette quantité ne devait pas être comptée dans le maximum de 58 milliards et demi. Cette convention, vu la somme relativement restreinte sur laquelle elle portait et qui n'était, en réalité, qu'un moyen élégant pour l'Etat de se procurer des disponibilités immédiates dans un moment critique, n'eut sur le volume de la circulation aucun effet sensible. La constitution du nouveau ministère devait donner aux événements une nouvelle orientation.

Le montant maximum de la circulation en 1926 fut atteint le 5 août avec le chiffre de 57.258 millions et demi. Il diminua progressivement dans la suite, pour n'atteindre que 52.448 millions au bilan du 30 décembre.

C'est alors qu'apparut pour la Banque de France un nouveau moyen de mettre en circulation ses billets : je veux parler de l'achat des monnaies d'or et d'argent et, surtout, de l'achat des devises. La loi du 7 août 1926 qui les avait autorisées avait stipulé que les billets émis à cette occasion ne compteraient pas dans le maximum de 58 milliards et demi dont j'ai précédemment parlé, ce qui revient à dire que ce

maximum pouvait être augmenté d'une somme au plus égale au montant des achats effectués. Pendant longtemps la Banque n'eut pas besoin d'avoir recours à cette disposition législative. « Nous n'avons pas eu, jusqu'à ce jour, à utiliser cette marge complémentaire d'émission », disait M. Moreau, gouverneur de la Banque de France, dans son rapport à l'Assemblée générale des actionnaires du 27 janvier 1927.

Ceci était dû à plusieurs raisons ; d'abord l'Etat avait déjà inauguré une politique de remboursement des avances que la Banque lui avait consenties, politique qui était appelée, du reste, à se développer considérablement en 1927 et 1928. D'autre part, le portefeuille commercial devait considérablement diminuer et réduire d'autant le montant de la circulation.

Mais nous verrons qu'à partir de décembre 1926 la Banque fut chargée officiellement de contrôler le marché des changes ; pour maintenir la livre sterling et les autres devises étrangères au niveau qu'elle s'était fixée, elle dut absorber toutes celles qui ne trouvaient pas d'acquéreurs sur le marché ; pour payer ces achats, elle émit des francs qui augmentèrent d'autant le volume de la circulation. En un an, la Banque créa ainsi pour plus de 20 milliards de billets. Aussi, le montant de la circulation ne put-il se maintenir au niveau où il était à la fin de 1926 ; de 54 milliards au début de 1927, il tombe à 52 milliards quelques mois après, pour se relever progressivement et atteindre 55 milliards 800 millions à la fin de 1927. Ce mouvement de croissance continua par la suite, le maximum de 58 milliards et demi fut largement dépassé dès février 1928.

Maintenant que nous avons une vue d'ensemble sur la circulation fiduciaire pendant l'époque qui nous intéresse et que nous connaissons les causes principales qui l'ont déterminée, il convient d'étudier chacune d'entre-elles d'une façon précise : cette étude aura l'avantage de nous faire ressortir tous les modes d'activité de la Banque de juillet 1926 à juin 1928.

Après avoir dit quelques mots sur les avances à l'Etat et leur amortissement progressif, dû autant aux achats de

devises qu'à certaines opérations de consolidation (emprunt 5 0/0 1928), nous étudierons l'escompte et les avances sur titres ; nous en déduirons que ce n'est ni l'une, ni l'autre de ces opérations qui explique la stabilité et l'augmentation de la circulation ; celle-ci ne doit être recherchée que dans la pratique des achats d'or, d'argent et surtout de devises, dont nous verrons en détail le mécanisme et les conséquences.



SECTION I

Les avances à l'État

Je serai assez bref sur ce sujet ; ayant l'intention de traiter le mécanisme des remboursements de l'Etat à la Banque grâce à l'achat des devises étrangères dans la section consacrée à celles-ci, je ne parlerai ici que des autres causes qui ont provoqué la diminution de la dette de l'Etat.

Avant la loi de stabilisation le bilan de la Banque nous indiquait deux postes « Avances à l'Etat ». Le premier comportait une somme fixe de 200 millions de francs correspondant à des avances permanentes, sans intérêt, consenties à l'Etat avant la guerre de 1914, comme prix des divers renouvellements du privilège de notre Institut d'émission.

Le second poste des avances à l'Etat représentait celles qui avaient été faites pendant et après la guerre, en exécution de nombreuses lois d'inflation dont il est superflu de dresser ici la liste. Ce poste comportait un chiffre variable, suivant les besoins du Trésor, mais qui, au mois de juillet 1926, ne devait pas dépasser le maximum de 38 milliards et demi. Nous savons que ce chiffre fut presque atteint dans le courant de juillet 1926 (il était de 38.350 millions au bilan du 22 juillet 1926). Puis, peu à peu, après la constitution du nouveau ministère et à la suite de versements nombreux au Trésor des fonds disponibles des particuliers, l'Etat entreprit une politique de remboursements progressifs, de telle sorte que le montant des avances, après avoir varié entre 35.700

millions et 37 milliards, était descendu à 35.450 millions au bilan du 30 décembre 1926.

J'ai déjà eu l'occasion de citer précédemment la convention du 29 décembre 1920, passée entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France, et qui avait pour but d'amorcer le remboursement de la dette de l'Etat, vis-à-vis de la Banque, à raison de 2 milliards par an. Cette convention n'avait été mise en application que d'une façon très irrégulière ; on dut même finir par renoncer à l'exécuter. Etant donné les disponibilités du Trésor à la fin de 1926, celui-ci la fit renaitre en versant, le 31 décembre, l'annuité de 2 milliards prévue à l'article 3. Ce versement fut effectué par virement du solde en fin d'année du compte de réserve et d'amortissement, pour une somme de 1.332.209.739 fr. 01 et pour le surplus par un prélèvement sur les disponibilités de compte du Trésor. A la suite de cette opération, le montant maximum des avances fut ramené à 36 milliards et demi.

Pendant l'année 1927, ces remboursements prirent une ampleur plus considérable. Le bilan du 6 janvier 1927 présentait au compte des avances extraordinaires un solde de 35 milliards de francs, qui fut progressivement abaissé jusqu'à 24.550 millions au 31 décembre ; ce résultat est dû principalement à l'achat des devises étrangères, comme nous le verrons ultérieurement. Mais deux autres opérations contribuèrent, elles aussi, à l'obtention de ce résultat.

La première est celle qui provient de la convention du 13 juin 1927. Devant la pléthore de capitaux disponibles à cette époque sur le marché de Paris, l'Etat procéda, en juin-juillet 1927, à une émission d'obligations du Trésor du type 6 0/0 amortissables. (M. Léon Blum qualifiait très exactement cette opération d'emprunt-ponction).

Le produit de cet emprunt devait être utilisé, en exécution de la convention précitée, à consolider les remboursements provisoirement faits depuis dix mois à la Banque de France, en convertissant à long terme des prêts consentis à court terme par les particuliers au Trésor. Cette émission fit

ressortir un net de 4.015.800.000 francs ; un prélèvement de 484.200.000 francs, opéré au compte de réserve et d'amortissement, a porté à 4 milliards et demi le remboursement qui fut effectué le 31 août 1927. En exécution de ces écritures le maximum autorisé des avances de la Banque à l'Etat était ramené à cette date de 36 milliards et demi à 32 milliards ; signalons que le solde débiteur du compte « Avances à l'Etat » n'était alors que de 24.650 millions, d'où une marge disponible de 7 milliards et demi.

La seconde opération fit l'objet d'une nouvelle convention conclue le 28 décembre 1927 entre le Ministère des Finances et la Banque de France, aux termes de laquelle une somme de un milliard prélevée sur le solde disponible du compte de réserve et d'amortissement devait être affectée à un nouveau remboursement, à imputer sur le montant de l'amortissement que l'Etat devait effectuer en 1928, en exécution de la convention de 1920 ; naturellement, ceci eut pour résultat de diminuer d'un milliard le montant maximum des avances fixé dorénavant à 34 milliards de francs.

Enfin l'émission des rentes 5 pour cent 1928 amortissables qui devait remporter un si vif succès, constitua le dernier pas fait sur cette voie des remboursements de l'Etat. Venant immédiatement après les élections législatives qui avaient été favorables au Ministère et ratifié la politique de redressement financier, cet emprunt devait obtenir auprès du public le meilleur accueil : les souscriptions en numéraire dépassèrent en huit jours 10 milliards de francs. Les capitaux, qui étaient restés inactifs dans la période d'attente ayant précédé les élections trouvaient là un placement sûr et rémunérateur. Aux termes de la convention du 30 avril 1928 (1) avec notre Institut d'émission, l'Etat s'était engagé à employer avant le 1^{er} juillet le disponible en numéraire de l'émission projetée au remboursement des avances de la Banque à l'Etat. Le montant de celles-ci, qui avait oscillé aux environs

(1) Cette convention n'a été publiée qu'au *Journal Officiel* du 17 juin 1928.

de 24 milliards pendant les premiers mois de 1928, tomba à 17.900 millions au bilan du 21 juin, grâce aux disponibilités provenant de l'emprunt. Ce devait être là le dernier remboursement avant le solde définitif du compte des avances extraordinaires par la loi de stabilisation. Nous ne saurions trop attirer l'attention sur l'observation suivante qui est à l'honneur de ceux qui eurent la charge de diriger cette politique d'amortissement : en moins de deux ans, la dette de l'Etat avait été réduite de plus de moitié ; de 38 milliards en juillet 1926, elle était passée à 18 milliards en juin 1928. La loi du 25 juin 1928 allait compléter cette œuvre et liquider complètement la dette.



SECTION II

L'Escompte et les Avances sur titres

De tout temps, l'escompte des effets de commerce a joué un rôle capital dans les opérations de la Banque de France. Il est, en effet, presque superflu de rappeler qu'elle a la faculté de faire l'escompte avec ses propres billets et que les effets qui constituent son portefeuille commercial sont la garantie normale d'une partie des billets en circulation. La même observation s'applique aux avances sur titres. Aussi importe-t-il hautement que le gage de ces prêts sur effets de commerce ou valeurs mobilières soit le plus sûr possible; d'où des règles très sévères que la Banque s'est imposée, tant par ses statuts, que par la pratique, sur l'admission des gages et les conditions qu'ils doivent remplir. Je rappellerai seulement que les effets susceptibles d'être admis à l'escompte par notre Institut d'émission et qui constituent le papier « ban- cable » ne doivent pas avoir plus de quatre-vingt-dix jours à courir et doivent être revêtus de trois signatures connues, la troisième pouvant être remplacée par un gage réel, tel qu'un dépôt de valeurs mobilières. D'autre part, la liste des valeurs admises en garantie d'avances est restreinte et ne comporte que des titres absolument certains.

L'escompte et les avances sont des opérations ordinaires pratiquées par toutes les banques ; elles ne sont pas exclu- sives à la Banque de France, mais, faites par elle, elles revê-

tent un caractère spécial. J'ai déjà signalé que les effets escomptés et les titres déposés en nantissement garantissaient les billets ; cela ne peut évidemment s'appliquer qu'à la Banque de France, puisqu'elle a un monopole en cette matière : d'autre part, son taux d'escompte et son taux d'avances sont, en quelque sorte, les taux officiels ; quand on parle du taux d'escompte en France (et, en général, dans tous les pays), on entend le taux pratiqué par la banque d'émission : on parle même d'une politique du taux de l'escompte qui consiste à faire varier celui-ci suivant les besoins du commerce et de l'industrie et pour garantir plus ou moins efficacement l'or de l'encaisse.

Pendant la période qui fait l'objet de notre étude, la Banque de France n'a pas manqué de suivre une politique du taux de l'escompte et des avances et de l'adapter aux besoins du commerce et de l'industrie ; c'est cette politique, les raisons qui l'ont dictée et les conséquences qu'elle a eues que nous allons étudier dans cette section. Pour des raisons que nous dégagerons dans le cours de notre exposé, nous traiterons séparément de l'escompte et des avances ; enfin, pour terminer, nous dirons quelques mots sur les autres opérations normales de la Banque pendant les années 1926 à 1928.

I

L'ESCOMPTE

Nous avons déjà eu l'occasion de signaler que lors de la chute vertigineuse du franc, en juin-juillet 1926, le portefeuille commercial de la Banque croissait démesurément. Alors que son solde était ordinairement compris en moyenne entre 3.500 et 4.500 millions de francs (suivant les époques de l'année et la proximité des échéances), il dépassa 4.500 millions dans le courant de juin 1926, atteignit 6.700 millions

fin juillet et 7.864 millions (chiffre record) au bilan du 5 août. C'était un chiffre évidemment très exagéré, qui ne correspondait nullement aux besoins du commerce, à une époque de l'année où, en général, les affaires subissent un ralentissement normal. On présentait alors des effets à l'escompte en grande quantité, parce que, devant la baisse vertigineuse du franc, on ne savait jamais exactement quelles surprises pouvait ménager le lendemain : on réalisait les francs que l'on détenait sous forme de traites et on achetait des devises étrangères dont la valeur croissait chaque jour. On voulait se débarrasser de francs qui ne valaient plus que 15 ou 10 centimes, dans la crainte qu'ils n'en valent plus que 5 ou 3 le lendemain. Les affaires enfin prenaient un certain essor à cette époque, la dépréciation du franc constituant, comme nous l'avons vu, une prime à l'exportation.

Le Gouvernement de la Banque s'émut de cette situation ; le 31 juillet 1926, le Conseil général décidait de porter de 6 pour cent à 7 1/2 pour cent le taux de l'escompte, « pour indiquer au monde des affaires que le moment paraissait venu de faire preuve d'une grande prudence, de diminuer des engagements excessifs et d'éviter toutes immobilisations sous la forme d'avoirs en devises » (1). Cette mesure contribua à diminuer le volume du portefeuille commercial qui retombait à 5 milliards quelques semaines après, pour décroître encore progressivement par la suite, comme nous le verrons ultérieurement.

La spéculation à la hausse du franc eût été favorisée à outrance et probablement aggravée si la Banque de France avait continué à fournir l'argent à bon marché. Le taux de 7 1/2 pour cent, au contraire, qui devait être pratiqué jusqu'au 16 décembre 1926, date à laquelle il fut ramené à 6 1/2 pour cent, déjouait des calculs trop spéculatifs et contribuait à éliminer du portefeuille de la Banque des affets douteux. Certes, la Banque ne se dissimulait pas à

(1) Rapport du Gouverneur de la Banque de France à l'Assemblée générale des actionnaires du 27 janvier 1927.

elle-même que son action sur la répartition du crédit était très restreinte en période de cours forcé et d'inflation. L'amplitude des variations des cours du change ne devait pas permettre, en effet, à l'élévation du taux de l'escompte d'avoir pour conséquence de faire revenir en France les capitaux qui en étaient sortis et d'attirer les capitaux étrangers sur la place de Paris. Le Conseil général voulut cependant indiquer qu'il entendait s'engager dans une politique de crédit restreint. Les commerçants et industriels qui, à la suite de cette mesure, se procuraient l'argent beaucoup moins avantageusement, furent contraints de rappeler les capitaux qu'ils avaient plus ou moins frauduleusement exportés ; c'est seulement de cette façon indirecte que la hausse du taux de l'escompte, parallèlement à celui des avances, pouvait avoir une légère action sur le cours du change. Toutefois, on ne saurait nier que les résultats de cette mesure furent heureux ; pendant les semaines qui suivirent la décision de la Banque, le taux de l'argent au jour le jour ne cessa de croître, et il passa de 5 1/2 pour cent environ à plus de 7 pour cent ; l'effet de cette tension fut le rapatriement prévu des devises étrangères et la baisse corrélative des changes.

Sous l'effet de ces rapatriements, joints à l'énorme vague de spéculation à la hausse de notre monnaie, les cours de la livre et du dollar s'effondrèrent rapidement. En présence de la politique d'argent cher suivie par notre Institut d'émission, le portefeuille commercial était retombé au chiffre très normal de 3.801 millions au bilan du 9 décembre. C'est alors que le Conseil général, considérant le très sérieux assainissement qui s'était produit, décida une baisse de un pour cent et fixa le taux d'escompte à 6 1/2 pour cent. Le frein à la distribution du crédit ayant fonctionné et produit son effet en temps utile, la Banque de France n'avait plus de raison sérieuse de refuser son aide au commerce et à l'industrie ; elle accorda donc son crédit aussi largement qu'il lui était possible. Ceci met à néant les insinuations malveillantes que certains voulaient, à cette époque, énoncer contre la Banque, en attribuant à ses dirigeants le désir de continuer systéma-

tiquement une politique restrictive de crédit. Contre ces propos déplacés, M. le Gouverneur Moreau a tenu lui-même à s'élever en déclarant dans son rapport à l'Assemblée générale des actionnaires du 21 janvier 1927 : « Contrairement à
« ce qui a pu être dit ou écrit, nous n'avons à aucun moment
« envisagé une diminution du concours que nous devons prêter au commerce et à l'industrie, par l'escompte des effets
« de commerce. Sans perdre de vue notre rôle essentiel, qui
« est d'ordre monétaire, nous continuerons d'accueillir très
« libéralement les effets correspondant à de saines opérations
« commerciales, dont l'origine, la nature et les signatures
« offrent les garanties exigées par nos statuts. »

Une nouvelle preuve de la sincérité de ces paroles nous est fournie par la décision du Conseil général de la Banque du 3 février 1927 d'abaisser encore d'un point le taux de ses escomptes pour l'amener à 5 1/2 pour cent. A cette époque le portefeuille commercial, sous les premiers effets d'une crise qui commençait à sévir dans le monde de la production et dont la cause était l'adaptation des affaires au nouvel état de choses, avait en effet tendance à diminuer. Pour donner un peu de vitalité à la situation, la Banque n'hésitait pas à revenir petit à petit à une politique d'argent à bon marché. D'autre part, depuis plus d'un mois, notre Institut d'émission contrôlait efficacement tout le marché des devises et il n'y avait plus à craindre que cette baisse du loyer de l'argent ait quelque influence sur les variations des changes ; du reste, en cette matière, c'était le Trésor beaucoup plus que la Banque qui jouait un rôle important et, par cette nouvelle mesure, celle-ci ne faisait que suivre, avec un certain retard du reste, la tendance qui se manifestait déjà depuis quelque temps ; nous arrivions à une période où le Trésor ne recherchait plus de nouveaux capitaux et où l'abondance monétaire commençait à se faire sentir ; il n'y avait donc plus aucune raison pour offrir aux détenteurs de disponibilités des taux alléchants, celles-ci se présentant d'elles-mêmes, sans réclame tapageuse. Le taux d'intérêt des Bons de la Défense Nationale était, lui aussi, réduit progressivement, dans de plus fortes

proportions même que le taux d'escompte de la Banque.

Il est intéressant de signaler qu'à cette époque, si le taux officiel de l'escompte était encore de 5 1/2 pour cent, hors banque il se pratiquait à un niveau compris entre 3 1/2 pour cent et 4 pour cent. C'est le début de l'abondance monétaire, provoquée par l'afflux incessant sur la place de Paris des devises étrangères, comme nous le verrons ultérieurement.

Devant toutes ces circonstances, la Banque abaissa encore son taux d'escompte à 5 pour cent le 14 avril 1927. Le portefeuille commercial (qui était de 4 milliards en moyenne trois mois auparavant) était alors tombé à 2.400 millions environ.

A vrai dire, la fixation d'un taux officiel n'avait alors en cette matière qu'un but purement indicatif : tout le monde se plaisait à remarquer, en effet, que la Banque de France ne jouait plus aucun rôle sérieux sur le marché des capitaux ni sur le loyer de l'argent ; son portefeuille commercial était très faible en comparaison de celui des autres établissements de crédit ; aussi, bien que le taux officiel de l'escompte se maintint pendant un certain temps à 5 pour cent, il ne correspondait en rien à la réalité (hors banque on escomptait à 2 1/2 pour cent à peine en mai 1927) ; nous assistons à une baisse continue du montant du portefeuille ; de 2.400 millions au début d'avril, il tombe à 1.700 millions deux mois après, puis varie jusqu'à la fin de 1927 de 1.300 millions à 2 milliards ; seules les échéances de fin de mois sont marquées par quelques chiffres légèrement supérieurs, mais qui, toutefois, ne devaient pas dépasser 2.300 millions. En cette période de crise économique latente, où les fonds disponibles étaient en surabondance, le portefeuille-effets de notre Institut d'émission présentait un niveau plus faible que celui qu'il atteignait avant-guerre, alors que la monnaie n'était pas dépréciée et que le franc avait un pouvoir d'achat cinq fois supérieur ; on vit même, à certains bilans hebdomadaires, le solde des effets escomptés être inférieur à celui des avances sur titres.

La Banque de France, qui se rendait compte mieux que quiconque de cette situation économique anormale, où les capitaux affluaient sur le marché sans y trouver d'emploi, ne se décida cependant que le 29 décembre à abaisser à nouveau son taux d'escompte et à l'amener à 4 pour cent. Puis, étant donné que cette mesure n'eut, comme il fallait s'y attendre, aucune influence, que le portefeuille commercial se maintenait toujours à un niveau très bas (à peine un milliard et demi dans le courant de janvier 1928), la Banque fit un nouvel effort et son Conseil général décida, dans sa séance du 19 janvier 1928, une nouvelle baisse d'un demi pour cent (de 4 pour cent à 3 1/2 pour cent). Ce devait être la dernière modification pendant cette période de stabilisation de fait ; à l'heure où nous écrivons ces lignes (mars 1929), ce taux est resté sans modification.

Le premier tiers de l'année 1928 fut une période d'attente : on ne se dissimulait pas, en effet, que les capitaux resteraient dans une inaction complète jusqu'aux élections législatives qui étaient prévues pour fin avril ; on ne voulait pas s'engager avant de savoir si le suffrage universel se prononcerait pour ou contre la politique de stabilisation et de confiance pratiquée par le ministère Poincaré. Le portefeuille commercial ne subit aucune variation sensible pendant ces quelques mois ; il oscillait entre 1 milliard et demi et 2 milliards, avec de rares pointes un peu supérieures à ce dernier chiffre, correspondant aux échéances. Mais, comme précédemment, le taux de l'escompte hors banque était toujours inférieur au taux officiel ; aussi n'y avait-il aucune raison pour que l'on consente à payer 3 1/2 pour cent d'intérêt pour se procurer l'argent que l'on avait à bien meilleur compte ailleurs.

Lorsqu'après les élections on se rendit compte que le verdict populaire s'était déclaré, en majorité, partisan de l'œuvre accomplie et que le Ministère eut annoncé son intention de la poursuivre, il semble que les capitaux eurent tendance à chercher des placements. L'emprunt de conversion (émission de Rente 5 pour cent 1928 amortissable) qui eut lieu alors en absorba une partie et l'argent devint un peu moins

abondant ; aussi vit-on le commerce et l'industrie présenter à nouveau des effets à l'escompte de la Banque de France, dont le portefeuille augmenta légèrement ; mais nous atteignons presque immédiatement le vote de la loi de stabilisation et nous avons fixé à cette date la limite de notre étude.

II

LES AVANCES SUR TITRES

La Banque de France consent aux particuliers des avances sur des titres qu'ils lui déposent en nantissement. Ces opérations d'avances se pratiquent sous deux formes : la Banque consent des avances dites « ordinaires », sans ouverture de compte, pour quatre-vingt-dix jours et renouvelables par tacite reconduction ; ce système est de moins en moins employé ; on consent surtout les avances au moyen de l'ouverture de comptes courants d'avances. L'emprunteur remet des titres à la Banque ; elle les évalue au cours du jour et détermine d'après cette évaluation le montant du prêt susceptible d'être consenti au client ; le compte ouvert peut atteindre un solde débiteur égal au montant du prêt fixé, appelé « crédit ouvert ». Les intérêts sont calculés au jour le jour sur le montant du solde débiteur ; les comptes sont arrêtés et les intérêts capitalisés tous les semestres.

Dans ses grandes lignes, l'opération d'avance est fort simple, mais il faut y distinguer deux choses : *a*) la quotité du prêt, c'est-à-dire le pourcentage prêté sur la valeur en Bourse des titres déposés en garantie, quotité qui est toujours inférieure à la valeur des titres, afin que le gage de la Banque soit certain et qu'il n'y ait pas lieu de procéder à de perpétuelles réévaluations, vu les variations des cours ; *b*) le taux d'intérêt auquel sont consentis ces prêts, taux qui n'est perçu que sur la somme réellement prêtée.

Les titres admis en garantie sont limitativement énumérés en une liste qui comprend exclusivement les valeurs suivantes :

Rentes françaises.

Bons et Obligations de la Défense Nationale.

Obligations des Chemins de Fer de l'Etat.

Bons et obligations du Crédit National.

Actions et Obligations des Chemins de Fer Français.

Obligations du Crédit Foncier de France et de la Ville de Paris.

Certaines obligations des départements, villes, chambres de commerce et canaux français.

La quotité du prêt est variable suivant la nature des valeurs, mais l'intérêt perçu est toujours le même, quels que soient les titres garantissant l'avance.

Ces principes généraux étant posés, afin de nous familiariser avec des opérations moins connues que celles d'escompte, voyons quelle fut leur évolution pendant la période qui fait l'objet de notre exposé.

Hâtons-nous de remarquer que les avances sur titres n'intéressent pas toujours exactement les mêmes clients que l'escompte ou tout au moins, ne répondent pas aux mêmes besoins. L'escompte est une opération normale de presque tout commerçant ; les paiements s'effectuent rarement au comptant dans le commerce, les règlements se faisant à des échéances fixes au moyen d'effets de commerce ; mais comme les commerçants ont souvent besoin d'argent avant ces échéances, ils s'en procurent en portant les effets dont ils sont les bénéficiaires à une banque qui les leur escompte. L'escompte satisfait donc aux besoins courants et normaux du commerce.

L'avance sur titres, au contraire, répond à des besoins bien moins fréquents, en général. On emprunte sur des titres des sommes presque toujours plus élevées que celles que l'on reçoit en escomptant des effets. L'avance sera demandée en vue de dépenses assez importantes (achat ou transformation d'un fonds de commerce ; réparations à un immeuble) et peu fré-

quentes ; on la remboursera généralement petit à petit ; elle aura permis de conserver des titres qu'on ne tenait pas à réaliser ; c'est une sorte de facilité de paiement donnée par l'intermédiaire d'une banque. Enfin les avances sur titres ne sont pas exclusivement consenties à des commerçants ; étant donné la nature des besoins qu'elles sont appelées à satisfaire, elles s'appliquent tout aussi bien à des non commerçants.

Le poste « Avances sur titres » (1) a toujours présenté une beaucoup plus grande régularité que le poste du portefeuille commercial. Lors de la crise de juillet 1926 quand ce dernier avait atteint le chiffre tout à fait inaccoutumé de 6 et 7 milliards de francs, les avances n'ont jamais dépassé 2.400 millions. Cela tient à plusieurs causes, d'abord le taux relativement élevé auquel ces avances étaient alors consenties (il était de 8 /0 avant le 31 juillet 1926 et fut porté à cette date à 9 1/2 0/0, quand le taux de l'escompte passait de 6 0/0 à 7 1/2 0/0) ; d'autre part les valeurs admises par la Banque en garantie ayant fait à l'époque l'objet de fortes dépréciations, le montant des prêts consentis sur ces valeurs avait tendance à diminuer proportionnellement, ce qui se manifestait par la stabilité, voire même la diminution du solde des Comptes courants d'Avances. Enfin les affaires jouissant à cette époque d'une artificielle prospérité, les commerçants sentaient peu le besoin d'emprunter sur des titres n'ayant point à lutter contre une situation difficile, et se contentaient des fonds de roulement fournis par l'escompte des effets de commerce. Au surplus les valeurs déposées en nantissement se dépréciaient chaque jour et faisaient l'objet de nombreuses ventes en Bourse ; on s'en débarrassait pour essayer de perdre le moins possible, plutôt qu'on ne songeait à les déposer en garantie d'avances.

Avec le renversement de la situation générale à la fin de

(1) Le nom véritable de ce poste est « Avances sur titres et lingots » mais les avances sur lingots n'ayant pas été pratiquées depuis la guerre, le solde du poste représente uniquement celui des avances sur titres.

juillet 1926, cet état de choses était appelé à se modifier. Dans sa tendance de restriction du crédit dont nous avons parlé précédemment la Banque portait à 9 1/2 0/0 son taux d'avance ; cette mesure constitua un frein sérieux à l'augmentation de ces dernières. Pendant toute cette période d'argent cher qui dura jusqu'à fin 1926, le montant des avances sur titres ne subit que de très faibles variations de 2.100 millions à 2.250 millions environ. Puis, une fois que l'argent commença à affluer sur le marché, la Banque, en même temps qu'elle baissait son taux d'escompte baissa son taux des avances ; ils suivirent à peu près l'un et l'autre la même courbe décroissante. De 9 1/2 0/0 le taux des avances était ramené à 8 1/2 0/0 le 9 décembre 1926, à 8 0/0 le 3 février 1927, à 7 0/0 le 17 février et à 6 0/0 le 14 avril. Il devait rester à ce niveau jusqu'au 19 janvier 1928 ; il fut alors abaissé à 5 1/2 0/0 ; ce fut sa dernière modification jusqu'à l'heure actuelle.

Pendant toute la période d'abondance monétaire dont j'ai parlé précédemment, le montant des avances sur titres eut une légère tendance à diminuer, mais cette diminution fut beaucoup moins sensible que celle du portefeuille commercial, elle est même presque négligeable à côté ; sauf une exception, le poste des avances sur titres ne fut jamais inférieur à 1.600 millions ; il évoluait avec une remarquable régularité entre 1.600 et 1.700 millions. Les mêmes observations que je présentais au début de ce paragraphe peuvent être reprises ici. Les avances sur titres ne répondant pas au même but que l'escompte des effets de commerce devaient moins sentir l'influence de la crise commerciale qui sévissait à cette époque ; d'autre part les capitaux empruntés sous cette rubrique, étaient souvent immobilisés dans des placements à long ou moyen terme, qui n'étaient pas atteints par cette pléthore passagère de capitaux. Enfin, la spéculation à la hausse du franc contribuait en partie à entretenir le montant des avances ; espérant toujours une revalorisation plus complète de notre monnaie, les particuliers, même les plus prudents, les porteurs de valeurs de père de famille

empruntaient sur celles-ci à la Banque de France et achetaient avec les disponibilités qui leur étaient ainsi fournies, de nouvelles coupures de rentes ou des valeurs françaises, ils avaient le double avantage de voir monter à la fois leurs titres déposés en nantissement et ceux qu'ils achetaient.

Vu la hausse des valeurs en bourse et la certitude qu'avait la Banque de France que l'œuvre de stabilisation à laquelle elle avait consacré tous ses efforts ne serait pas vaine, celle-ci se décida à augmenter la quotité du prêt susceptible d'être consenti sur les titres admis en garantie.

Avant cette révision, cette quotité était de 80 0/0 pour les rentes 4 0/0 1917, 4 0/0 1918, 5 0/0 1920, 6 0/0 1920, 4 0/0 1925, 6 0/0 1927.

80 0/0 pour les bons et obligations de la Défense Nationale.

80 0/0 pour les obligations 5 0/0 des chemins de fer de l'Etat.

75 0/0 pour les obligations et bons du Crédit National.

50 0/0 pour les rentes 3 0/0 et 3 1/2 0/0.

50 0/0 pour les actions et obligations des chemins de fer français.

50 0/0 pour les obligations du Crédit Foncier et de la Ville de Paris.

50 0/0 pour les obligations des emprunts des départements, Villes, Chambres de Commerce et canaux français.

Le 8 septembre 1927 elle fut uniformément fixée à 80 0/0 pour toutes les valeurs, sauf les actions des chemins de fer sur lesquelles on ne continua à prêter que 50 0/0 : les actions sont en effets l'objet de variations de cours beaucoup plus accentuées que les obligations.

Toutes ces mesures et circonstances constituèrent la cause de la stabilité relative des avances sur titres pendant l'année 1927. Une légère croissance apparut à la fin de l'année et pendant les premiers six mois de 1928, due probablement en partie à l'abaissement à 6 0/0 et 5 1/2 0/0 du taux d'intérêt ; le poste « Avances sur titres » oscilla alors entre 1.700

et 1.800 millions et atteignit même 1.900 millions à la veille de la stabilisation légale.

Je pense qu'il n'est pas inutile d'insister ici sur un fait qui n'est pas particulier à la période que nous étudions, mais qui cependant prenait alors une importance accrue : je veux parler de la différence qui existe toujours entre le taux des avances et le taux de l'escompte ; celui-ci étant toujours inférieur à celui-là.

La première raison c'est que les avances sur titres répondent à des besoins moins immédiats que l'escompte ; ce dernier étant comme nous l'avons vu, une opération inhérente au commerce, il importe pour la bonne marche des affaires, facteur de la prospérité générale du pays, qu'il soit fourni au meilleur marché possible. Les avances, au contraire, qui répondent à des engagements à assez long terme n'ont pas une influence aussi directe sur elles.

D'autre part, le taux des avances ne doit pas être inférieur au taux moyen de l'argent sur le marché financier ; autrement il constituerait une prime à la spéculation et procurerait un bénéfice immérité à ceux qui ont recours aux prêts de la Banque. Supposons par exemple que le taux moyen de l'intérêt en Bourse soit 6 0/0. Si la Banque consent des prêts sur titre à 5 0/0, les propriétaires des titres déposés en garantie toucheront d'abord le revenu de ceux-ci, soit 6 0/0 ; de plus, en plaçant au même taux les fonds qui leur sont avancés ; comme ils ne versent à la Banque qu'un intérêt de 5 0/0, ils réalisent un bénéfice supplémentaire de 1 0/0, uniquement par ce qu'ils opèrent avec de l'argent qui ne leur appartient pas. C'est un abus possible que la Banque s'est toujours appliquée à déjouer. On voit donc que s'il n'y a pas théoriquement de limite minima au taux de l'escompte il y en a une au taux des avances c'est le taux moyen de l'intérêt en Bourse.

Pendant les périodes d'active spéculation soit à la baisse, soit à la hausse du franc, si l'on veut modérer cette spéculation il faut maintenir le taux des avances à un niveau relativement élevé, car, si les spéculateurs ont un moyen facile

de se procurer de l'argent à bon marché à l'Institut d'émission, ils n'hésitent pas à en user et augmentent dans des proportions déraisonnables le mouvement spéculatif qu'il conviendrait au contraire de modérer.

Il ne faut malheureusement pas se dissimuler qu'une grande partie des emprunteurs sur titres se livrent à des opérations purement spéculatives : de nombreux clients qui viennent solliciter des prêts à la Banque de France au guichet des avances sur titres, utilisent immédiatement les sommes prêtées au guichet des ordres de Bourse dans l'espoir souvent vain de réaliser de gros et rapides bénéfices.

Pendant la période qui nous intéresse, il est évident que si le poste « Avances sur titres » s'est maintenu au niveau stable que j'ai indiqué, si parfois même il atteignit un chiffre supérieur à celui du portefeuille commercial, c'est justement parce qu'il était soutenu par des spéculateurs qui, s'ils n'avaient pas eu la perspective de gros gains, n'auraient pas consenti à payer 6 0/0 et plus l'argent que l'on obtenait bien meilleur marché ailleurs.

III

LES OPÉRATIONS NORMALES DE LA BANQUE DE FRANCE PENDANT LES ANNÉES 1926-1927-1928

La politique restrictive de crédit, d'abord volontaire pendant la seconde moitié de l'année 1926, puis forcée à partir du moment où le marché de Paris eut à souffrir d'une pléthore de capitaux, eut pour résultat de réduire considérablement le volume de certaines opérations de la Banque.

Nous parlerons surtout en cette matière de l'année 1927 qui fut comprise entièrement sous ce régime de stabilisation de fait, l'année 1928 ayant été coupée en deux par la réforme

monétaire qui eut naturellement une répercussion sur le volume de la généralité des opérations.

En vérité l'année 1926 avait été fructueuse pour la Banque de France ; l'escompte avait été porté à 6 et 7 1/2 0/0, et comme nous l'avons indiqué précédemment le portefeuille commercial était resté assez élevé, trop élevé même au moment de la crise de juin-juillet ; les bénéfices de la Banque furent donc assez importants (1). La situation changea considérablement en 1927 par suite de la diminution du taux des avances et de l'escompte et du montant du portefeuille commercial. En ce qui concerne les avances sur titres, l'écart en 1926 et 1927 fut beaucoup moins sensible pour les raisons que j'ai indiquées précédemment, je n'y reviendrai pas.

Les autres opérations, de beaucoup moins importantes, ne subirent certes pas grand changement, étant bien moins influencées par l'effet de la crise commerciale et de l'abondance des capitaux disponibles qui sévissait à cette époque. Toutefois, il ne faut pas se dissimuler la perte que la Banque éprouvait sur les devises qu'elle avait achetées avant que la livre sterling ne soit stabilisée aux environs de 124,02, et sur lesquelles elle était forcément appelée à perdre la différence entre ce prix et le prix réel d'achat.

Deux points doivent particulièrement retenir notre attention. D'abord les opérations de Bourse, par suite du jeu excessif de la spéculation et de l'abondance de disponibilités, augmentèrent considérablement de volume. D'autre part la Banque de France eut à effectuer en 1927 et 1928 des opérations de change qui n'avaient pas été pratiquées dans les années précédentes ; elle n'est intervenue sur ce marché qu'à la demande du Gouvernement dans les circonstances que l'on sait, et seulement à la fin de 1926.

Toutes ces opérations devaient fatalement avoir dans un sens ou dans l'autre des répercussions sur les bénéfices de la

(1) Je m'efforcerai de ne pas citer de chiffres dans cette partie de mon exposé ; publiant quelques pages plus loin un tableau qui montrera le volume des opérations de la Banque et leurs produits bruts en 1926 et 1927.

Banque. Les bénéfices bruts résultant de l'escompte des effets de commerce, diminuèrent de 60 0/0 de 1926 à 1927 ; ceux des avances, de 40 0/0 : ces diminutions ne furent que partiellement compensées par les intérêts sur les opérations de change, inconnus en 1926, et qui s'élevèrent en 1927 à 85.293.500 francs environ.

Les diverses commissions (commission d'encaissement, droits de garde, commission sur opérations sur titres) présentèrent une légère augmentation, due surtout à la hausse des tarifs appliqués, mais non pas à la croissance des opérations traitées.

Une augmentation sensible est notée sur les commissions sur Ordres de Bourse, dont le montant total passe de 1.659.000 francs en 1926 à 3.630.000 en 1927.

Mais toutes ces compensations furent insuffisantes pour réparer les pertes subies d'autre part ; le montant total des produits bruts des opérations normales de la Banque de France fut réduit de 528.239.000 francs en 1926 à 370.508.000 francs en 1927, soit une baisse de 30 0/0 environ. Les bénéfices bruts passèrent de 740.285.939 fr. 66 en 1926 à 529.920.587 fr. 58 en 1927 (1). Ceci devait avoir pour conséquence une sévère politique d'économie.

Il ne pouvait en effet être question de diminuer le dividende à verser aux actionnaires, qui du reste ne représente qu'une bien petite partie des bénéfices bruts et qui ne constituait déjà qu'un très faible intérêt, vu les cours auxquels l'action de la Banque de France était cotée en Bourse. Ce dividende net qui avait été de 155 francs pour le premier semestre 1926, fut porté à 165 ensuite et resta à ce prix pendant les quatre semestres suivants (2^e semestre 1926, 1^{er} et 2^e semestre 1927, 1^{er} semestre 1928) ; mais étant donné l'augmentation de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières qui passa de 12 à 18 0/0 en 1927, le maintien du chiffre net de 165 francs en 1927 et 1928 entraînait une charge supplémentaire pour la

(1) Signalons à titre indicatif qu'ils se sont élevés à 932.135.674 fr. 19 en 1928.

Banque de 2 millions 1/2 par semestre, comme le montre le tableau suivant :

DIVIDENDE NET par semestre	DIVIDENDE BRUT par semestre	MONTANT TOTAL à la charge de la Banque par semestre
Fr.	Fr.	Fr.
1 ^{er} Sem. 1926 .. 155	176,136	32.144.886 36
2 ^e Sem. 1926 ... 165	187,50	34.218.750 »
1 ^{er} Sem. 1927	201,219	36.720.460 97
2 ^e Sem. 1927 .. } 165		
1 ^{er} Sem. 1928 . }		

La politique de rigoureuse économie à laquelle la Banque fut astreinte alors, se manifesta à plusieurs points de vue. Au point de vue immobilier, ses dépenses furent considérablement réduites ; alors que, dans les périodes précédentes elle avait procédé à l'acquisition et à l'aménagement d'immeubles pour ses succursales et bureaux auxiliaires, cette pratique disparut complètement en 1927. Elle avait en effet dépensé, de ce chef, 2.204.000 francs en province et 930.000 francs à Paris en 1925. En 1926, ces chiffres tombèrent à 402.000 francs pour les succursales et à zéro pour Paris, et en 1927 à 65.100 francs seulement pour les succursales.

Certaines compressions furent faites d'autre part dans le personnel, en vue d'une meilleure utilisation de ce dernier. Enfin les traitements furent en partie révisés et simplifiés, avec une tendance à la suppression d'indemnités complémentaires et extraordinaires qui furent à peu près incorporées aux traitements dans le but de leur donner une uniformité plus grande.

D'autres mesures furent prises dans ce même ordre d'idées; comme elles n'ont aucun intérêt pratique pour la clarté de cet exposé, je ne crois pas utile de les citer ici.

Nous en avons assez dit pour montrer qu'il ne faut pas rechercher dans l'escompte ni les Avances sur titres pendant cette période juillet 1926-juin 1928, la raison de l'augmentation sensible de la circulation fiduciaire. L'aide que la Banque a fourni au Commerce fut en effet très restreinte par la force même des choses. Nous avons vu précédemment que les avances à l'Etat avaient, elles aussi, considérablement diminuées durant ces deux années ; continuons donc nos recherches, et nous verrons que c'est dans les opérations pratiquées par notre Institut d'émission, en vertu de la loi du 7 août 1926, que nous trouverons la raison du maintien du volume abondant de la circulation

TABLEAU GÉNÉRAL DES OPÉRATIONS
PRODUCTIVES NORMALES
PENDANT LES ANNÉES 1926 & 1927

	1926	1927
Escompte des effets de Commerce et des Bons du Trésor	74.276.632.600	45.291.262.600
Effets au comptant	2.688.192.100	1.209.574.700
Avances sur titres	29.297.104.600	23.323.217.100
Avances sur lingots et monnaies	»	»
Billets à ordre et versements déplacés	1.141.127.500	1.080.245.100
Opérations sur matières d'or	»	»
Opérations diverses	2.335.163.000	3.202.097.900
	<u>109.738.219.800</u>	<u>74.106.397.400</u>



PRODUITS BRUTS DES OPÉRATIONS NORMALES
DE LA BANQUE DE FRANCE
PENDANT LES ANNÉES 1926 & 1927

	1926	1927
Escompte des effets de Commerce et des Bons du Trésor	304.584.254 86	131.580.252 75
Intérêts sur effets prorogés	1.254.213 92	810.265 19
Intérêts d'avances sur titres	202.647.721 31	123.247.197 88
Intérêts d'avances sur lingots et monnaies ..	»	»
Commissions d'encaissement	4.899.664 61	6.135.958 50
Commissions sur billets à ordre et virements télégraphiques	313.448 05	293.374 05
Commissions sur titres négociés	1.659.242 53	3.634.573 19
Droits de garde divers, commissions sur versements et échanges de titres	6.177.118 19	7.514.761 96
Intérêts de retard sur effets prorogés. Bénéfices divers	6.449.625 36	11.442.367 92
Commissions et intérêts sur opérations de change	»	85.293.502 87
Recouvrement sur effets en souffrance amortis ..	253.803 54	556.175 45
	528.239.092 37	370.508.429 76

SECTION III

La Loi du 7 Août 1926

Le premier ministère Poincaré, après avoir, par le vote d'impôts qui paraissaient alors draconiens, mais qui étaient absolument nécessaires pour assainir les finances publiques, assuré l'équilibre budgétaire, songea à donner à la Banque de France les moyens légaux d'entreprendre et de résoudre l'œuvre de stabilisation qui devait lui incomber. C'est dans cet esprit qu'il fit voter la loi du 7 août 1926. Voici le texte de cette loi :

« ARTICLE PREMIER. — La loi du 12 février 1916 interdisant l'achat à prime des monnaies nationales ne s'applique pas à la Banque de France.

« ART. 2. — La Banque de France est autorisée à procéder à des achats d'or, d'argent et de devises sur le marché.

« ART. 3. — Les billets émis par la Banque de France pour un montant correspondant aux monnaies, à l'or et aux devises achetées ne sont pas comptés dans le contingent d'émission fixé par la loi du 4 décembre 1925, modifiée par la loi du 22 juillet 1926. Ils devront être retirés de la circulation dans le cas d'aliénation des monnaies ou des devises précédemment acquises.

« ART. 4. — Le Ministre des Finances est autorisé pendant un délai de trois mois à partir de la promulgation de la présente loi à passer avec le Gouverneur de la Banque de France toutes

conventions permettant à cet établissement de préparer, par le redressement du franc, la stabilisation de la monnaie, aucune de ces conventions ne devant pouvoir d'ailleurs avoir pour effet d'élever soit la limite d'émission de la Banque, soit le total des avances à l'Etat, au-dessus des chiffres fixés par les lois antérieures. »

Nous voyons immédiatement que cette loi avait pour but de doter notre Institut d'émission de moyens efficaces pour réaliser la stabilisation et donner aux billets une forte garantie constituée par des monnaies d'or et d'argent et par des devises, c'est-à-dire des monnaies étrangères appréciées (livre sterling, dollar, etc.). Il était évidemment nécessaire pour que cette opération réussît, qu'elle soit entreprise sur une grande échelle et que le niveau maximum d'émission des billets soit supprimé. L'achat de monnaies ou de devises devait en effet entraîner automatiquement une circulation fiduciaire plus considérable; aussi la loi ne comptait-elle pas dans le maximum alors fixé à 38 milliards et demi les billets émis en règlement de ces achats. On s'en remettait en cette matière à la prudente sagesse de la Banque qu'on laissait libre d'opérer des achats qui devaient prendre dans la suite une ampleur considérable. La loi dans son article 4 prévoyait la possibilité pour le Ministre des Finances de conclure jusqu'au 7 novembre 1926 avec la Banque de France des conventions en vue de la stabilisation du franc. C'est en application de cet article que fut conclue la Convention du 16 septembre 1926 qui eut pour objet de mettre au point les achats éventuels d'or, d'argent et de devises et de régler les détails des opérations envisagées par la loi du 7 août.

Maintenant que nous connaissons le sens général de la loi du 7 août 1926 et de la Convention qui en fut le complément, il nous semble logique d'étudier séparément les achats de monnaies d'or et d'argent d'une part, et les achats de devises d'autre part, le mécanisme de ces deux opérations et leur complexité étant essentiellement différents.

I

ACHAT DES MONNAIES D'OR ET D'ARGENT ⁽¹⁾

Le premier bilan qui porte la trace des achats d'or et d'argent est celui du 30 septembre 1926. Ceux-ci qui avaient commencé le 27 précédent, y figuraient déjà pour la somme de 6.769.365 francs. Huit jours après, le 7 octobre, ils se montaient à 170.584.006 francs. On peut juger par ces chiffres avec quelle rapidité les porteurs d'anciennes monnaies métalliques avaient afflué aux guichets de la Banque de France, d'abord pour répondre à l'appel du Gouvernement, mais aussi et surtout pour réaliser un bénéfice considérable que d'aucuns certes n'eussent jamais osé espérer. Pendant les premières semaines une foule de gens faisait queue aux guichets de la Banque et les porteurs d'or et d'argent devaient patienter plusieurs heures avant de pouvoir échanger leurs monnaies ; cet empressement devait durer plusieurs semaines. Nous voyons croître en effet très rapidement le nouveau poste du bilan ouvert en exécution de la loi du 7 août 1926

(1) M. Emile Borel, député, avait déposé sur le Bureau de la Chambre, dans le courant de février 1926 une proposition de la loi devant avoir pour effet d'autoriser des achats d'or et d'argent par la Banque de France. A l'appui de cette proposition, il faisait remarquer à juste raison pensons-nous, qu'il était préférable que la Banque se porte officiellement acheteur de pièces d'or à un prix fixé, et correspondant approximativement à la valeur marchande du métal, plutôt que de laisser les particuliers trafiquer frauduleusement de ces pièces. Certains, tels que M. César CHABRUN, député, s'étaient élevés avec vigueur contre un projet qui devait cependant recevoir quelques mois plus tard une si éclatante consécration. Ils voyaient dans cette mesure une nouvelle menace d'inflation et objectaient que la stabilisation ne devait pas être entravée par une circulation excessive. Les faits se sont chargés de démentir cette théorie. Nous essaierons plus loin, dans le chapitre que nous consacrons à la circulation de réfuter cette thèse qui semble avoir eu les préférences de M. MENDES-FRANCE dans sa thèse que nous avons lue du reste avec beaucoup d'intérêt.

et qui avait été intitulé « Or, argent et devises achetés ». Un mois après le commencement de ces opérations, le 28 octobre 1926, il atteignait la somme de 1.065.954.77 francs. Evidemment cette croissance rapide ne dura pas ; le 30 décembre, soit deux mois plus tard, les achats se montaient à 1.574 millions : soit en deux mois 500 millions de francs, allure quatre fois moins grande que celle du premier mois ; puis le ralentissement fut de plus en plus accentué : les 2 milliards ne sont atteints que vers mi-avril 1927 ; fin 1927 on n'atteignait encore que 2.362 millions et le 21 juin 1928, date du dernier bilan publié avant la stabilisation légale, 2.963 millions.

Le taux d'achat des monnaies n'avait pas été sans varier : au début il avait été fixé à 19 fr. 75 le gramme de métal fin pour l'or et à 0 fr. 59 pour l'argent. Deux semaines plus tard, le 14 octobre, il était abaissé à 19 fr. 55 pour l'or et les achats d'argent étaient momentanément supprimés. Puis des diminutions de plus en plus sensibles apparaissent : l'or n'est plus acheté que 19 francs le gramme le 25 octobre, 18 francs le 3 novembre, 16 fr. 50 le 8 novembre ; l'achat des monnaies d'argent ne devait être repris que le 10 janvier 1927 au prix de 0 fr. 33 le gramme, en diminution de 26 centimes sur le premier prix pratiqué.

Ces diminutions progressives s'expliquent pour deux raisons : elles correspondaient certainement à une baisse réelle du prix de l'or et de l'argent sur le marché ; d'autre part, étant donné l'accueil empressé dont jouissait chez les particuliers cette nouvelle mesure, elles devaient permettre, à la Banque, de se procurer le métal à un prix de plus en plus avantageux. La suspension de l'achat des monnaies d'argent, du 14 octobre 1926 au 10 janvier 1927, avait eu pour but d'éloigner momentanément les porteurs de ces pièces, la Banque désirant surtout se rendre possesseur de métal jaune dont la force libératoire est illimitée et presque universellement admise.

Quoi qu'il en soit ces taux de 16,50 pour l'or et de 0,33 pour l'argent furent pratiqués jusqu'à la loi de stabilisation

du 28 juin 1928. Contentons-nous de signaler dès maintenant pour épuiser cette question, que cette loi fixa la valeur légale de l'or à 1 franc pour 65,5 milligrammes. La Banque achète donc les pièces d'or démonétisées à ce prix, diminution faite des frais de monnayage. Quant aux lingots d'or elle les achète, sous certaines conditions, au prix de 16.941 fr. 306 le kilogramme, au titre parfait de 1.000 millièmes, en lingots de 12 kilogrammes environ et de 995/1.000^{èmes} minima. Ce prix correspond à une retenue de 20 francs par kilogramme d'or à 900/1.000^{èmes}, sur la base du prix légal de 1 franc par 65,5 milligrammes d'or à 900/1.000.

Les anciennes monnaies d'argent démonétisées furent reprises, pendant quelques mois, par les Trésoriers payeurs généraux, Receveurs des Finances, Percepteurs, aux prix de :

10 francs pour la pièce de 5 francs.				
3,50	—	—	2	—
1,70	—	—	1	—
0,80	—	—	0,50	—

Les achats de monnaies d'or et d'argent ont eu pour résultat de renforcer, dans une sensible proportion, la garantie effective des billets de Banque. Mais hâtons-nous de remarquer que cette garantie, quoique atteignant un chiffre qui semblait comparable à celui de l'ancienne encaisse (il était de 2.963 millions le 21 juin 1928), était beaucoup moins forte que celle résultant de cette dernière ; en effet, ces 2.963 millions de monnaies achetées étaient évalués en francs papiers dépréciés alors que l'ancienne encaisse représentait des francs or. On avait donc au bilan de la Banque de France deux postes entre lesquels étaient répartis les monnaies d'or et lingots détenus par cet établissement et qui étaient évalués d'après une base différente. C'est du reste en partie pour cette raison qu'il fut impossible de bloquer toutes ces réserves métalliques au même poste. Ce n'est que lorsque la loi de stabilisation fut votée et que le bilan fut réévalué sur la nouvelle valeur légale de l'or, que l'on put réunir toutes les monnaies

d'or sous une même rubrique, car leur valeur avait été calculée pour toutes aux prix de 1 franc par 65,5 milligrammes d'or. Mais jusqu'à cette consécration légale de la dépréciation du franc, cette simplification avait été impossible pour défaut de base commune de la valeur en métal.

Au bilan du 25 juin 1928, le premier qui ait paru après la stabilisation, l'escasse figurait pour 29 milliards en chiffres ronds : on peut penser que 25 milliards environ provenaient de l'ancienne encaisse réévaluée et le reste des achats effectués en exécution de la loi du 7 août 1926. Ses résultats pendant la courte période de 20 mois où elle fut appliquée n'avaient donc pas été négligeables.

Nous croyons plus utile pour la clarté de l'exposé de ne pas traiter à cette place des achats d'or effectués au moyen de devises achetées par la Banque et de lier cette question à celle de l'emploi de ces devises.

APPENDICE

Nous signalons ici la convention qui intervint le 11 avril 1927 entre la Banque de France et la Banque d'Angleterre représentées par leurs Gouverneurs respectifs : MM. MOREAU et MONTAGU NORMAN. Le 25 août 1916 avait été conclu entre les deux Banques d'émission un accord complété par un avenant du 19 janvier 1927 aux termes duquel la Banque d'Angleterre avait ouvert à la Banque de France un crédit de 72 millions de livres sterling. Ce crédit était garanti par un contingent d'or de 500 millions de francs déposé à la Banque d'Angleterre par la Banque de France. Cette dette initiale avait été réduite à 33 millions de livres sterling et le dépôt d'or ramené à 463 millions de francs environ. Le remboursement et le retrait simultané de l'or devaient être échelonnés jusqu'au 30 novembre 1930. Le Gouvernement français pria la Banque de France d'entamer des négociations avec la Banque d'Angleterre en vue du remboursement total et anticipé. Ces pourparlers ont abouti à l'accord précité du 11 avril 1927, aux termes duquel le Gouvernement français devait verser à la Banque d'Angleterre, avant le 30 avril, une somme de 33

millions de livres sterling en livres sterling. Ce règlement eut effectivement lieu le 22 avril. Le dépôt d'or de 18.350.615 livres (463 millions de francs) que la Banque d'Angleterre détenait fut restitué moyennant un versement égal de devises provenant des acquisitions de la Banque de France et qui lui avaient été achetées à cet effet par le Gouvernement. Le reste, soit 14.649.385 livres, fut versé en devises appartenant en propre au Trésor en échange de la remise par la Banque d'Angleterre d'une somme égale en Bons du Trésor français qu'elle détenait en reconnaissance de la dette. Le premier bilan qui fit mention de cette opération est celui du 28 août 1927 ; désormais l'encaisse métallique de la Banque de France était répartie en quatre postes :

OR	}	En France.
		Libre à l'étranger.
		Immobilisé à l'étranger.

ARGENT

Le tableau suivant montre la modification apportée par cette convention.

BILAN DU 21 AVRIL (avant l'accord)			BILAN DU 28 AVRIL (après l'accord)		
ENCA		LA BANQUE	ENCAISSE DE LA BANQUE		
OR	en caisse.	3.682.507.442 »	OR	en France	3.682.507.442 »
	à l'étran- ger	1.864.320.906 »		libre à l'é- tranger..	462.771.478 »
		5.546.828.350 »		non dispo- nible à l'étranger	1.401.549.430 »
					5.546.828.350 »
ARGENT.....		342.340.085 »	ARGENT.....		342.376.016 »
TOTAL...		<u>5.889.168.435 »</u>	TOTAL...		<u>5.889.204.366 »</u>

La lecture de ces chiffres fait ressortir deux choses. D'abord il n'y eut pas de transport effectif en France de l'or rendu disponible à la suite de cet accord ; la Banque de France ne jugea pas utile de procéder au rapatriement immédiat d'un stock de métal d'un poids approximatif de 150.000 kilogs. Mais il est à peine besoin d'insister sur le peu d'importance de ce fait ; quoique toujours à l'étranger cet or était devenu absolument libre : il restait déposé à la Banque d'Angleterre non pas comme un dépôt de garantie, mais comme un dépôt ordinaire et la Banque de France pouvait à tout moment rentrer en possession effective de celui-ci.

D'autre part on voit qu'il y avait encore à l'étranger 1.400 millions de francs d'or immobilisé. La France en effet avait contracté, vis-à-vis de l'Angleterre, deux sortes de dettes : une de 72 millions de livres correspondant au crédit ouvert à la Banque de France sur les livres de la Banque d'Angleterre et dont nous venons de parler ci-dessus : c'est cette dette seule qui fut éteinte par l'accord du 11 avril ; et une autre, dette politique de l'Etat français vis-à-vis de l'Angleterre, garantie par un dépôt d'or à la Banque d'Angleterre de 53 millions 1/2 de livres (soit les 1.401.259.430 francs qui figuraient encore au bilan sous la rubrique « Or non disponible à l'étranger »). Cette dette qui n'était pas une dette de la Banque de France, mais bien de l'Etat français et que l'or de celle-là ne faisait que garantir, n'était pas envisagée par l'accord précité qui, ne faisant intervenir que les deux Instituts d'émission, ne pouvait avoir pour effet de régler que leurs rapports respectifs et non pas ceux de l'Etat français avec la Banque d'Angleterre. Il convenait donc bien de faire figurer à part, au bilan de la Banque de France cette somme de 1.401 millions de francs d'or encore immobilisé.

Il est superflu de souligner l'importance de cet accord dont les deux buts furent de « libérer la Banque de France d'une dette onéreuse contractée dans l'intérêt du Trésor français, et de restituer à une partie importante de la couverture métal-

lique de notre circulation son caractère indispensable de liquidité et de réalité » (1).

II

ACHAT DE DEVICES

Les achats de monnaies d'or et d'argent, quel que fut le développement qu'ils ont pris ne devaient être la partie ni la plus importante ni la plus intéressante des résultats de la loi du 7 août 1926. En vérité ils passèrent presque inaperçus à côté des achats de devises que la Banque de France dut effectuer pour assurer la stabilité de fait du franc, avant l'établissement définitif de la stabilité légale.

Ces achats de devises prirent un développement considérable et, s'il est assez délicat d'en mesurer le chiffre d'une façon précise (car les devises achetées ne figurèrent pas sous un poste distinct au bilan de la Banque de France), on peut toutefois avoir une idée approximative de leur montant, en suivant les variations du poste « divers » de l'actif où elles furent bloquées. Ce poste, qui, en effet, présentait en moyenne, avant le redressement financier de 1926-27-28, un solde d'environ 3 à 5 milliards de francs, augmenta par la suite dans des proportions considérables, au point d'atteindre des chiffres de l'ordre de 25 à 30 milliards en mai-juin 1928.

Avant d'entrer dans le détail de ce mécanisme, il convient de présenter d'abord un bref historique de la question. A la suite de la constitution du ministère d'Union nationale, comme nous l'avons déjà précédemment signalé, la confiance renaquit presque subitement. Les valeurs françaises qui étaient considérablement dépréciées (1) firent soudain en Bourse l'objet de multiples demandes. Bien entendu les cours s'en ressentirent vivement et on se mit à jouer à la hausse des valeurs qui avaient subi une forte dépréciation ;

(1) Rapport du Gouverneur de la Banque de France à l'Assemblée générale des actionnaires du 26 janvier 1928.

(1) La rente 3 0/0 perpétuelle cotait en Bourse 43 francs en juillet 1926.

on achetait du franc déprécié parce que l'on espérait qu'il allait regagner la valeur qu'il avait perdue toutes ces dernières années. Il y eut une spéculation formidable à la hausse de notre monnaie ; les capitaux étrangers affluèrent en grand nombre sur la place de Paris, principalement sous forme de livres et de dollars ; ces monnaies, échangées contre des francs se dépréciaient rapidement : je n'en veux pour preuve que les mouvements de la cote des changes de Paris ; la livre sterling qui, sans même tenir compte du cours épisodique de 240 francs, avait approché de 200 francs, était redescendue à 121 francs au début de janvier 1927, et rien ne semblait devoir arrêter ce mouvement de hausse du franc. Toutefois le commerce et l'industrie s'inquiétaient déjà. Des crises se dessinaient et l'on sentait le besoin d'arrêter ce mouvement de revalorisation progressive. Combien, en effet, furent prononcées à cette époque de faillites et de liquidations judiciaires d'entreprises que l'on croyait très solidement établies ; des marchés avaient été conclus sur la base de 180 ou 200 francs par livre sterling, et il était impossible de les exécuter sur la base de 120 francs ; le débiteur, qui devait verser des francs revalorisés partiellement, versait des sommes plus fortes que ses engagements, d'où une sensible perte pour lui. D'autre part, ce ralentissement des affaires entraînait du chômage, qui, en vérité ne fut jamais bien considérable, mais qui était exploité par les partis révolutionnaires, et la question sociale risquait de devenir au moins aussi angoissante que la question économique. Il était donc, à tous points de vue, indispensable de mettre un frein à ce mouvement de revalorisation, véritable ralentissement pour la vie économique du pays et il fallait s'efforcer d'adapter les affaires à un niveau fixe de valeur monétaire, en un mot il fallait inaugurer une ère de stabilité de fait, prélude de la stabilisation légale. La crise n'était encore que légère, il convenait de l'empêcher de devenir trop grave. Que fallait-il faire ?

Etant donné les offres renouvelées et considérables de livres sterling, de dollars et autres devises étrangères qui se

présentaient sur le marché de Paris, la difficulté consistait à trouver des acquéreurs, pour que les demandes soient sensiblement égales aux offres, et qu'on obtienne enfin un change stable. Bien entendu, on ne pouvait normalement compter sur les particuliers pour se porter acquéreurs de ces devises ; ceux-ci sont en effet, trop guidés par leur propre intérêt, pour tenter d'acheter des monnaies dont la valeur n'était plus appelée à augmenter — bien au contraire —. L'Etat n'était pas en mesure d'entreprendre pareille œuvre. Ce fut donc la Banque de France qui fut chargée de cette vaste opération stabilisatrice.

La loi du 7 août 1926, nous l'avons dit antérieurement, avait autorisé notre institut d'émission à acheter sur le marché des monnaies étrangères, nous dirons des devises, qui devaient permettre de renforcer considérablement la garantie du billet. Le Comité des Experts avait déjà préconisé cette politique qui devait prendre un tel développement dans les années 1927 et 1928.

Peu familiarisée avec les questions cambistes, la Banque de France organisait, le 18 octobre 1926, pour mener à bien sa tâche, un service des changes rattaché à la Caisse Principale. Placé sous la haute direction de M. PLATER, il était dirigé effectivement par un spécialiste, M. VERDIER, détaché du Crédit Lyonnais ; de nombreux autres spécialistes formaient les cadres de ce nouveau service.

Devant les nécessités économiques et sociales dont j'ai parlé précédemment, le Gouvernement chargea officiellement la Banque de France, le 23 décembre 1926, d'acheter les monnaies étrangères. Immédiatement la hausse du franc s'arrêta, et le cours de la livre qui était descendu jusqu'à 118 francs fut ramené progressivement aux environs de 124 fr. 02. La stabilité de fait était définitivement acquise à ce cours dès la deuxième quinzaine de février 1927. (1) Il était

(1) Toute cette période de revalorisation du franc et de stabilisation de fait est merveilleusement décrite dans le discours prononcé à la tribune du Sénat par M. Henry CHÉRON, alors rapporteur général de la Commission des Finances, lors de la discussion de la loi de stabilisation à la deuxième séance du 24 juin 1928 (*J. O. Deb. parl.* 25 juin 1928, page 1001 et suivantes).

en effet, matériellement impossible que la valeur du franc changeât, la Banque de France se portant toujours soit acheteur, soit vendeur à ce cours de 124,02 des livres sterling. Voici comment les choses se passaient.

Je suppose que des offres considérables de livres se présentent sur le marché de Paris : aussitôt la Banque de France, pour arrêter la baisse de cette monnaie, conséquence inévitable de la loi de l'offre et de la demande, achète à 124 fr. 02 toutes celles qui ne trouvent pas d'acquéreurs : il est donc impossible que le cours descende.

Je renverse la situation et suppose qu'au contraire, il y ait plus de demandes de livres que d'offres : dans ces conditions la livre aurait tendance à monter ; pour l'en empêcher, la Banque de France qui a, par ses achats antérieurs, accumulé des réserves de devises, qui, en fait, furent toujours considérables, en jetait une partie sur le marché et le niveau de la livre était toujours maintenu au taux choisi et imposé par la Banque qui déterminait les offres en conséquence.

On voit que ce mécanisme est fort simple et qu'il est une conséquence directe de la grande loi économique de l'offre et de la demande. Ce fut cette tactique qui allait être appliquée pendant 18 mois. Mais pour qu'elle réussit deux conditions étaient nécessaires : d'abord, en ce qui concerne l'achat des devises, il fallait que la Banque eut la faculté d'émettre autant de billets qu'il lui serait utile pour les payer ; nous savons déjà que la loi du 7 août 1926 l'avait autorisée à émettre librement des billets pour faire face à ces opérations, et que ceux-ci ne devaient pas être comptés dans le maximum légal de 58 milliards 1/2. Nous avons vu, du reste, antérieurement en parlant de la circulation, que la Banque ne devait pas abuser de cette faculté et que pendant très longtemps le maximum ne fut pas dépassé.

D'autre part, seconde condition, il fallait qu'au cas où l'on demanderait plus de devises qu'il n'en serait offert sur le marché, la Banque fut à même d'en fournir en grandes quantités. Elle disposait à cet effet, du solde de 31 millions de dollars, subsistant de l'ancien emprunt Morgan de 1924. et

qui avait été cédé à la Banque de France à la suite d'une convention entre le Gouverneur et cet institut et M. DE MONZIE, alors ministre des Finances, après la chute du second cabinet Herriot, fin juillet 1926, comme garantie d'une émission supplémentaire de billets ; ce ne constituait, du reste, qu'une bien petite masse de manœuvre. Mais, en réalité, la Banque avait commencé à se porter acquéreur de devises avant que la livre sterling ne fut descendue à 124 fr., et elle avait ainsi accumulé un assez gros stock ; de plus, on joua presque uniquement en fait à la hausse du franc : les offres de devises furent toujours, sauf de rares exceptions, supérieures aux demandes ; la Banque de France n'eut donc jamais à craindre que ses réserves s'épuisent ; les chiffres que nous citerons plus loin seront suffisants pour nous en convaincre.

A vrai dire, en effet, les achats de devises furent considérables ; comme nous le disions précédemment, il est impossible d'en connaître exactement le montant, parce qu'elles furent bloquées dans le poste « Divers » de l'actif. Toutefois, on peut se faire une idée approximative de leur quantité par la croissance formidable du chiffre de ce poste de fin 1926 à juin 1928. Le bilan du 23 décembre 1926 comportait en effet aux « divers » de l'actif le chiffre de 4.737.898.075 fr., correspondant à peu près à la moyenne normale. Une semaine plus tard, le 30 décembre, il passait à 5.010.078.098 fr. Le 6 janvier 1927, il était à 5.930.589.197 francs. Cette allure croissante allait continuer jusqu'à fin juillet 1927 ; à cette date les « divers » se chiffraient à 24.551 millions de francs. A partir de ce moment, la croissance cessa, ou tout au moins devient plus irrégulière ; il y eut des variations dans les deux sens, on peut donc en déduire que les demandes de devises sur le marché devenaient à cette époque, à peu près égales aux offres. Toutefois, avec l'année 1928, et particulièrement pendant les tout derniers mois qui précédèrent la stabilisation, il y eut une nouvelle augmentation des achats de devises, si bien qu'au bilan du 21 juin 1928, le poste « divers » atteignait le chiffre record de 31.305 millions de francs. Cette dernière augmentation était due à deux causes principales :

1° Le Gouvernement suspendait le 10 janvier 1928, l'application de la loi qui interdisait ou réglementait la sortie des capitaux. Devant l'abondance monétaire, dont j'ai déjà parlé, il espérait faciliter l'exportation des disponibilités pour désencombrer le marché de Paris, compenser, au moins partiellement, les entrées de fonds étrangers, et diminuer les offres de devises. « Mais l'effet le plus clair de cette mesure libérale fut d'accroître encore la confiance dans l'avenir de nos finances et de notre monnaie, et d'augmenter, en conséquence, l'afflux des capitaux étrangers ; quant à l'exportation des capitaux français, l'incertitude, qui persistait au sujet de l'évolution intérieure du franc, l'empêcha de prendre le développement souhaité ». (1) On voit donc que cette mesure joua à l'inverse des espoirs que l'on avait mis en elle, et qu'elle ne contribua qu'à augmenter l'entrée des capitaux et, en conséquence, les offres de devises ;

2° L'emprunt 5 0/0 1928 qui fut lancé au mois de mai 1928 devait avoir pour but d'absorber les capitaux disponibles. Tel fut bien, en effet, son résultat, mais devant le très gros succès de cette opération (en une semaine les souscriptions en numéraire avaient atteint 10 milliards 1/2 de francs), la spéculation mondiale redoubla d'activité et cela se traduisit pour la Banque de France par de nouveaux achats de devises, dont une partie du reste devait servir à la souscription à cet emprunt.

Toutes ces conséquences expliquent que le 25 juin 1928, c'est-à-dire le jour de la stabilisation légale, la valeur totale des devises détenues par la Banque, abstraction faite de celles portées en report, était de 26.529.507.074 francs.

Il convient de rechercher quelles étaient les causes de cette tendance perpétuelle du franc à monter, tendance qui devait se traduire par une abondance de devises. Remarquons d'abord que les achats effectués par la Banque appelaient toujours d'autres achats. En effet, en contre partie des devi-

(1) Frédéric JENNY. Article paru dans le supplément économique du journal *Le Temps*, du 4 février 1929.

ses achetées, elle était obligée d'émettre des billets, d'où une abondance monétaire toujours croissante. La Bourse des valeurs, bien entendu, ressentait directement le contrecoup de cette abondance ; les achats s'y multipliaient : les cours des rentes et des valeurs françaises montaient, ce mouvement perpétuel de hausse croissante constituait pour les devises un nouvel attrait, elles arrivaient toujours en masse pour trouver des placements à Paris, et finalement elles devaient être absorbées par la Banque.

Bien plus, celle-ci laissait dans les banques étrangères les devises dont elle était propriétaire ; ces dernières les prêtaient à nouveau et elles revenaient sur la place de Paris où notre institut d'émission devait les absorber une seconde fois. Laissons sur ce point la parole à M. Henry CHÉRON : « Les banques étrangères, dépositaires en fait d'une grosse partie des devises appartenant à la Banque de France les font nécessairement travailler. Elles les prêtent à de nouveaux acheteurs de francs. Aussi notre institut d'émission se trouve sans cesse forcé de créer de nouveaux francs sous la forme de billets ou de crédits, tandis que les Banques étrangères, prêteuses de devises, peuvent continuer indéfiniment leurs opérations, sans rien risquer, puisque ces opérations se dénoueront pour elles par de simples virements de compte entre la Banque de France et le client étranger possesseur de francs ». (1)

Dans son discours à la Chambre des Députés, le 24 juin 1928, M. Raymond POINCARÉ, président du Conseil, s'exprimait en ces termes :

« Lorsque des devises étrangères sont proposées à la Banque de France, soit par des établissements ou des particuliers qui en sont propriétaires, soit par ceux qui les ont empruntées en vue d'une spéculation quelconque, ce sont des choses qui arrivent, et lorsqu'en échange de ces devises offertes à l'institut d'émission, on lui demande la valeur correspondante en francs, que fait la Banque de France ?

(1) J. O. Déb. parlam. Sénat, 2^e séance du 24 juin 1928, page 1003.

« Pour satisfaire à ces demandes, elle émet de nouveaux billets, ou bien, le plus souvent, elle met à la disposition des vendeurs de devises des crédits libellés en francs, crédits qui viennent naturellement accroître les disponibilités du marché français.

« Mais, de leur côté, que deviennent les devises ? C'est ici que se produit un phénomène qui peut paraître, à première vue, assez surprenant. Elles deviennent la propriété de la Banque, c'est entendu, mais en général elles ne lui sont pas remise sous la forme concrète et matérielle de billets de Banque étrangers, qu'elle placerait dans ses caisses et qu'elle y conserverait.

« La Banque de France a des comptes. Elle a des comptes dans les Banques de New-York et de Londres, elle en a dans beaucoup d'autres villes étrangères et, lorsqu'il lui est cédé des livres ou des dollars, ce sont ces comptes qui sont crédités du montant correspondant.

« Mais, vous pensez bien que les établissements étrangers qui reçoivent ainsi des dépôts de la Banque de France se gardent, quant à eux, de les laisser improductifs. Ils font ce que font en pareil cas, les banques de tous les pays du monde : ils utilisent les fonds versés, ils les font fructifier, ils les prêtent à leur clientèle. Cette clientèle se trouve, par conséquent, avoir entre les mains des disponibilités nouvelles, et la voilà donc de nouveau maîtresse de se représenter à la Banque de France, d'y offrir des devises et d'y acheter des francs.

« Ces francs, la Banque les crée, comme les premiers, et si la spéculation, d'aventure, se maintient à la hausse du franc, il n'y a plus de raison pour que l'opération s'arrête. » (1)

Enfin, depuis la fin 1926, le franc était bien stabilisé en fait à 124 fr. 02 par livre sterling, mais nul ne savait si ce taux était définitivement choisi comme devant être la base d'une stabilisation légale : le Président du Conseil, en effet, avait été longtemps partisan d'une revalorisation du franc, sinon

(1) Journal *Le Temps* du 23 juin 1928.

totale, au moins plus grande que celle qui fut sanctionnée par la loi du 25 juin 1928. Il ne s'est résolu à stabiliser au taux que l'on sait que sous la pression des événements et pour ne pas aggraver la crise économique qui s'était dessinée lors de la brusque reprise de notre monnaie. Voyons, du reste, ce qu'il disait à ce sujet le 21 juin 1928 dans son discours à la Chambre des Députés.

« L'idéal serait, assurément de pouvoir procéder à une revalorisation totale. Outre que ce serait là, pour la nation tout entière, une satisfaction politique et morale, ce serait envers ceux qui ont fait confiance à l'Etat, qui lui ont apporté et prêté des francs-or et ont conservé leurs rentes depuis leur souscription, un acte de gratitude et d'équité... Mais il s'agit de savoir si cette revalorisation totale ou même si une revalorisation plus accentuée que celle d'aujourd'hui est possible et au prix de quelles difficultés et de quels sacrifices elle le serait.

« Il est évident qu'elle ne pourrait être accomplie brutalement, en une seule fois. L'Angleterre a eu beaucoup de mal à revaloriser ainsi une monnaie qui n'était dépréciée que de 25 0/0 seulement et elle a été condamnée à une crise économique et sociale exceptionnellement grave, dont les conséquences sont à peine conjurées.

« Notre monnaie à nous ne vaut, aujourd'hui, que le cinquième de sa valeur ancienne. Vouloir lui rendre cette valeur par un effort progressif, ininterrompu, c'est, assurément une noble ambition, mais c'est une ambition qui se heurterait à des obstacles insurmontables. Rien ne survivrait à cette téméraire entreprise de redressement, ni le budget, ni la trésorerie, ni l'industrie, ni l'agriculture ; toutes les dépenses, toutes les recettes seraient bouleversées; tous les contrats privés seraient modifiés, toutes les prévisions seraient déjouées, toute l'économie du pays, serait mortellement atteinte.

« Il n'est pas une personne sensée qui ne se rende compte aujourd'hui de l'impossibilité d'affronter de tels dangers. Aussi les revalorisateurs les plus ardents et les plus convaincus ne proposent-ils pas une opération aussi intransigeante

et aussi théorique. Ils demandent le redressement du franc suivant un rythme préalablement établi. On fixerait une progression, on établirait une échelle et on remonterait alors de degré en degré.

« Cette méthode aurait, incontestablement, des répercussions moins douloureuses que la précédente, si elle pouvait être suivie sans défaillance. Je ne méconnais pas ce qu'elle a, à première vue, de séduisant. Je l'ai souvent entendu préconiser, autrefois, par des doctrinaires ou par des savants. *Si je n'avais écouté que mon propre instinct, je m'y serais volontiers rallié.* (Très bien, très bien !) Mais je suis bien forcé de reconnaître qu'elle a toutes les qualités de la jument de Roland et qu'elle n'est pas plus vivante que cet animal légendaire. »

A la séance du 25 juin, il répondait en ces termes à M. Vincent AURIOL : « Je n'étais pas seulement revalorisateur par sentiment, mais j'ai revalorisé en 1926. »

Il n'en restait pas moins vrai que pendant très longtemps les intentions du Gouvernement ne furent pas connues, et que l'on pouvait toujours prévoir une plus grande revalorisation du franc ; on jouait donc en conséquence à la hausse possible de celui-ci.

Ces achats de devises furent très onéreux pour la Banque de France, pour deux raisons : d'abord parce que c'était des fonds le plus souvent immobilisés qui ne devaient pas lui rapporter ; d'autre part, parce qu'elle avait commencé à acheter des devises avant que la livre ne soit descendue à 124,02 et qu'elle éprouvait une perte sensible sur ces premiers achats.

Il faut insister sur ce fait que, dans toute cette politique, la Banque n'eût qu'un rôle purement régulateur. Je veux dire par là que tout autre qu'elle aurait pu se charger de cette opération, s'il en avait eu les moyens, et s'il avait possédé la capacité de cet établissement. La Banque n'était nullement investie d'un monopole. Elle n'était pas l'intermédiaire indispensable par lequel il fallait passer pour ache-

ter ou vendre des devises ; bien au contraire : elle bornait son rôle, et il était déjà considérable, d'une part à absorber le trop-plein des offres, afin de maintenir le cours des changes au taux fixé par elle, d'autre part à fournir aux demandes au cas où les offres ne seraient pas suffisantes pour les satisfaire, le cours de 124,02 par livre sterling devant en toute occasion être maintenu.

Mais la tactique de la Banque de France, si habile qu'elle put être, ne pouvait pas empêcher les porteurs de devises de jouer à la hausse du franc, et force lui était d'en absorber toujours un nombre considérable. Pour essayer de restreindre cette spéculation qui demeura intense presque sans interruption, la Banque, à partir du 13 mai 1927, se décida à garder le secret sur les prix auxquels elle achèterait les devises. Elle espérait, par ce moyen, décourager les vendeurs à découvert qui ne savaient plus à quel prix ils pourraient racheter. Peut-être doit-on attribuer à cette mesure la diminution du nombre des achats de devises à partir de cette époque : du 12 au 19 mai 1927, le poste « divers » avait augmenté de 1.864 millions de francs ; cette augmentation fut réduite à 944 millions du 19 au 27 mai, et à 636 millions du 27 mai au 5 juin. C'est à partir de cette date que les achats de devises vont diminuer de plus en plus. A partir de juillet 1927, on vit même à plusieurs reprises (août 1927, janvier et février 1928) la Banque vendre plus de devises qu'elle n'en avait acheté. Mais hâtons-nous de dire que cela reste l'exception.

D'autre part, cette mesure eut une répercussion sur le marché à terme. Alors que, dans la période précédente, on voyait les ventes à terme faites à des taux sensiblement plus bas que les ventes au comptant, ce qui indiquait que l'on spéculait toujours à la hausse du franc, au contraire après le mois de mai, ce déport diminua progressivement et finit même parfois par se changer en report.

Pour déjouer la spéculation, la Banque essaya également d'une autre méthode. Nous avons vu précédemment que les banques étrangères qui détenaient effectivement les devises dont la Banque de France était propriétaire, les faisaient

fructifier pour leur compte en les prêtant à nouveau à des spéculateurs à la hausse du franc. A partir de fin mai 1927, la Banque voulut convertir ces devises déposées à l'étranger contre de l'or, dont elle procéderait ensuite au rapatriement. Elle se heurta immédiatement, sinon à une opposition catégorique, au moins à une mauvaise humeur de la Grande-Bretagne ; celle-ci mesurait alors toute la fragilité avec laquelle avait été fait son assainissement monétaire, trop rapide après la guerre et voyait les dangers qu'elle risquait de courir. A vrai dire, la tactique de la Banque de France fut jugée très sévèrement en Angleterre. Le *Financial New* écrivait en effet : Les retraits d'or de la Banque d'Angleterre, par la Banque de France indiquent une disposition à créer une note discordante dans l'harmonie de coopération qui existe entre les banques centrales. Les achats récents et continus d'or sont une nouvelle forme d'attitude peu amicale... On considère dans les milieux bancaires ces retraits comme un acte de sabotage délibéré, susceptible d'avoir de grosses conséquences sur les relations des deux pays ».

Malgré l'accent de ces termes, je ne saurais trop insister pour mettre hors de discussion la bonne foi de la Banque de France ; il faut surtout voir dans cet article, la traduction d'un état d'esprit un peu violent, causé par un léger mouvement de jalousie. Je crois pouvoir affirmer qu'en ces matières, la Banque de France a agi en parfait accord avec la Banque d'Angleterre et avec le Federal Reserve Board américain : des conversations d'un ton amical avaient du reste été engagées entre M. Quesnay, directeur des Etudes Economiques de la Banque de France et les dirigeants de la Banque d'Angleterre.

C'est la force majeure qui avait amené la Banque à inaugurer cette nouvelle tactique : elle voulait faire face à une spéculation intense qui se manifestait à une époque où l'indécision, tout au moins de la part du public, était encore de règle, et où l'on ne savait pas encore exactement ce que réserverait le lendemain. Au surplus, il était indispensable de restreindre une abondance monétaire qui était du reste, en

grande partie factice, car les mêmes capitaux travaillaient à la fois en France et à l'étranger. Cette abondance ne laissait pas d'être nuisible : on en abusait à tort, presque exclusivement en vue de spéculations boursières et cambistes : il était indispensable d'y mettre un frein, car elle aurait pu conduire assez rapidement à une catastrophe résultant d'une insécurité, et d'un détournement des capitaux des entreprises créatrices de richesses.

La Banque de France usait donc d'une méthode qui, non seulement devait ralentir la spéculation dont elle-même ressentait les fâcheux contre-coups, par suite de l'absorption considérable de devises à laquelle elle était conduite, mais qui était également très utile aux pays étrangers qui se livraient à cette spéculation, et pour la prospérité desquels un retour au calme économique était souhaitable.

Toutefois, on ne saurait se dissimuler que les craintes de l'Angleterre étaient en partie justifiées. La situation risquait en effet, de devenir inquiétante pour ce pays qui ne possédait pas un stock d'or considérable. Il fallait agir prudemment : la tactique de la Banque de France devait avoir pour conséquence de rendre l'argent cher en Angleterre ; celle-ci pour défendre son or déjà menacé par la France, devait élever son taux d'escompte ; ce dernier étant assez élevé (4 1/2 0/0 après avoir longtemps été à 5 0/0), elle hésitait à prendre pareille décision. Il est certain qu'à l'époque, une nouvelle hausse, quelque légère qu'elle soit, eût été mal accueillie par les commerçants de la Cité. Dans les discours que je citais antérieurement, M. POINCARÉ disait sur ce point :

« La Banque de France a entrepris, que dis-je ? elle ne s'est pas bornée à entreprendre, elle a réalisé des achats d'or à New-York et à Londres.

« Mais sur ce dernier marché, l'aisance monétaire s'est aussitôt réduite au point d'inquiéter la Banque d'émission ; et ce que vous ne savez probablement pas, ce que vous avez le droit, ce que tout le monde a le droit d'ignorer, en effet, c'est que cet établissement nous a fait part de ses préoccupations ; il craignait un trouble sur le marché de Londres que, ni la

Banque de France, ni le Gouvernement Français n'avaient certes, jamais eu l'intention de provoquer.

« Alors, pour répondre aux préoccupations de l'institut d'émission britannique, avec lequel le nôtre entretient de bons rapports de confraternité et même de collaboration dans beaucoup de pays amis et alliés de l'Europe, la Banque de France a volontairement renoncé à acheter de l'or sur le marché de Londres. »

Pour parer à tous ces inconvénients, il était nécessaire qu'une entente se fit entre les Banques d'émission et que la Banque fédérale de réserve de New-York, qui souffrait alors d'une trop grande abondance d'or, vint en aide à la Banque d'Angleterre. C'est ce qui eut lieu comme nous allons le voir.

Une conférence entre les représentants des principaux instituts d'émission se tint à New-York en juillet 1927. Cette conférence avait pour objet d'envisager la situation créée à la suite des achats d'or de la Banque de France. La Federal Reserve Board des Etats-Unis était représentée par M. STRONG, la Banque d'Angleterre par M. MONTAGU-NORMAN, la Banque de France par M. RIST, et la Reichsbank par M. SCHACHT. Cette réunion aboutit à un accord non écrit connu sous le nom de « gentlemen's agreement ». Aux termes de cet accord, tous les avoirs français qui étaient à l'étranger devaient être remis intégralement entre les mains des banques d'émission ; celles-ci s'efforceraient de les placer à court terme à un taux avoisinant 3 0/0 ; cette mesure devait avoir le gros avantage d'être productive, alors que l'échange des devises contre du métal jaune restait une opération absolument stérile.

Enfin, et c'était là le point le plus important de cette convention, la Banque fédérale américaine ouvrait à la Banque d'Angleterre un crédit assez important. Ce n'était pas un point de vue désintéressé qui faisait agir ainsi l'Amérique ; détenant la plus grande partie du stock d'or mondial, elle avait intérêt à ce que les Etats européens reviennent le plus tôt possible à un régime monétaire basé sur le métal jaune ; elle avait puissamment aidé la Banque d'Angleterre à réta-

blir la convertibilité le plus promptement possible après la guerre ; il était naturel qu'elle lui fournisse l'aide nécessaire pour que l'expérience ainsi tentée ne soit pas comprise.

A la suite de ces diverses opérations, le crédit que la France avait sur Londres et qui s'était montré à la pratique difficilement convertible, fut changé en un crédit sur New-York, qui, étant donné l'abondance de l'or détenu par cette place, devint alors très facilement réalisable ; je n'en veux pour preuve que les achats d'or effectués en décembre 1927 par la Banque de France en Amérique.

Le maintien de la devise anglaise au pair, voire même son mouvement de hausse sur certaines places, n'était qu'une apparence trompeuse, elle était due uniquement aux efforts conjugués de la Banque d'Angleterre et de la Federal Reserve Board et ne dura que grâce à l'appui de celle-ci. Mais la situation à Londres, où on avait dû arrêter les demandes d'or dans un moment assez difficile, était assez peu sûre ; si des difficultés avaient surgi sur le marché de New-York qui l'aient obligé à rapatrier ses capitaux de Londres, la livre sterling aurait pu être en assez mauvaise posture ; aussi peut-on s'étonner qu'à cette époque, la Banque de France ait cru devoir continuer à fixer le cours du franc d'après la livre sterling qui n'était qu'une monnaie maintenue artificiellement au pair, et non d'après le dollar qui était lui seul véritablement une monnaie-or. On peut se demander s'il n'eût pas été préférable que la Banque de France prit le dollar comme étalon en attendant que la loi de stabilisation intervint.

Je m'excuse d'avoir ouvert une aussi longue parenthèse qui risque de déborder de mon sujet ; mais il me semble qu'il n'était pas inutile de faire ressortir cette étroite indépendance des Banques d'émission des différents pays. Cette observation met à néant les réflexions désobligeantes qui ont pu être formulées en Angleterre au mois de mai 1927, sur la prétendue hostilité de la Banque de France vis-à-vis de la Banque d'Angleterre. Comme se plaisait à le répéter à son

cours (1) mon éminent maître, M. GERMAIN-MARTIN, il y a entre les diverses banques d'émission une étroite solidarité qui doit se marquer par une intime collaboration et une unité de vue et d'action, sans laquelle on risque d'aller à l'anarchie et au désordre monétaire universel. (2)

En exécution de l'accord dont nous parlons précédemment, la Banque de France cessa d'acheter du métal jaune à Londres. Par contre, à la fin de 1927 et au début de 1928, elle procéda à d'assez gros achats à New-York. Elle imitait en cela presque tous les pays qui travaillaient à la stabilisation de leur monnaie, tels que la Pologne par exemple. Ces envois d'or d'Amérique en France étaient du reste très normaux et en harmonie avec la situation de l'époque. Alors que New-York regorgeait d'or, il était naturel qu'une dissémination de celui-ci se fit peu à peu. Interviewé par le *Financial New*, M. MAC FEDDEN, président de la Commission monétaire de la Chambre des Représentants à Washington, déclarait qu'il était tout à fait partisan de cette répartition de l'or, à la condition qu'il servit à la stabilisation de la monnaie des pays acheteurs.

Pendant deux ou trois mois, la Banque de France devait ainsi convertir une partie de ses devises en or. Cette politique avait échoué à Londres, mais put se développer normalement à New-York qui était le grand marché mondial de ce métal.

Pour en terminer avec cette question de l'emploi des devises, signalons la pratique des reports que la Banque inaugura dès le milieu de 1927 et qui devait surtout se développer considérablement au début de l'année 1928. Voici brièvement en quoi consistaient ces opérations.

(1) Cours d'Economie politique professé à la Faculté de Droit de Paris (années 1927-1928).

(2) C'est en application de cette idée que les experts financiers réunis à l'heure où nous écrivons ces lignes, pour dresser une liquidation définitive de la dette de guerre allemande, et reviser le plan Dawes ont songé à la création d'une banque internationale, devant aider les banques d'émission des différents pays à participer à une même œuvre. Nous ne pouvons encore dire quel sort sera réservé à ce projet officieux, mais nous nous plaçons à y voir une application des idées que nous émettons ici.

Notre institut d'émission qui détenait un gros stock de devises, en vendait une partie au comptant ; il les rachetait immédiatement à terme. Comme le prix auquel la Banque achetait à terme les devises était inférieur à celui auquel elle les vendait au comptant, elle avait le bénéfice de la différence.

Prenons un exemple numérique qui nous permettra de mieux saisir cela. Aux environs du 10 août 1927, le taux des reports était de 0,17 pour les opérations à un mois, de 0,27 pour celles à deux mois, et de 0,37 pour celles à trois mois. Cela signifie que si, par exemple, l'opération est traitée au comptant à 124,02 par livre sterling, elle se traite à 123,85 ($124,02 - 0,17$) à un mois, à 123,75 ($124,02 - 0,27$) à deux mois, à 123,65 ($124,02 - 0,37$) à trois mois ; la Banque gagnait donc en agissant ainsi, 0,17, 0,27 ou 0,37, suivant l'échéance en vue de laquelle était conclu le marché. Par cette opération, la Banque « se dessaisit provisoirement d'un certain nombre de devises qu'elle a achetées. Elle retire donc de la circulation temporairement un certain nombre de francs ou de crédits-francs » (1). C'était surtout ce dernier résultat que poursuivait notre institut d'émission. Mais, si cette opération avait pour la Banque l'avantage de lui rapporter des intérêts, il n'en est pas moins vrai que les devises qu'elle prêtait ainsi étaient employées à nouveau par les acheteurs et prêtées à de nouveaux acheteurs de francs ; la spéculation continuait toujours, et en définitive, il fallait toujours absorber des devises.

Remarquons que la possibilité pour la Banque de placer ainsi des devises en report, était signe que l'on jouait encore à la hausse du franc, et à la baisse des monnaies étrangères ; cette situation ne dura pas toujours : quand on fut à peu près certain que le Gouvernement stabilisait à un taux voisin de 124 fr. 02 pour une livre sterling le taux des reports diminua, et ceux-ci finirent même par se changer en déport, la livre étant cotée plus cher à terme qu'au comptant.

(1) Henry CHÉRON (rapport précité).

On voit donc par ces cours développements que la Banque eût un très grand rôle à jouer en matière de devises ; elle dut faire face à une spéculation étrangère formidable, qu'elle ne parvint qu'en partie et difficilement à déjouer. Les moyens qu'elle avait à sa disposition pour lutter contre cette spéculation, tels que les achats d'or avec les devises, furent insuffisants ; vis-à-vis de l'Angleterre même ils ne purent être employés que d'une façon très restreinte. La stabilisation qui avait été ainsi préparée très prudemment devenait une nécessité à laquelle on aboutissait fatalement.

Après avoir vu le développement de ces achats de devises, les moyens employés pour les réduire, et l'emploi qui en fut fait, il nous reste maintenant à étudier, pour en avoir terminé avec cette question qui reste la partie la plus importante de notre travail, quelle répercussion eut cette politique sur la circulation monétaire et sur les avances à l'Etat. (1)

Nous avons déjà eu l'occasion de signaler que le montant de la circulation ne baissa pas sensiblement pendant toute cette période de stabilisation de fait, mais qu'au contraire, il eut une tendance très nette à augmenter. Nous avons vu également en étudiant les facteurs normaux et ordinaires de la circulation monétaire, qu'il ne fallait pas songer y trouver l'explication de cet état de choses ; escompte, avances sur titres, avances à l'état ayant diminué très sensiblement pendant toute cette période, il eut été logique que la circulation fiduciaire suivit la même courbe décroissante ; les faits ayant contredit ces prévisions possibles, nous allons voir qu'il faut chercher dans les achats de devises l'explication de cette apparente anomalie.

Je m'excuse à l'avance de la longueur des développements que va nécessiter cette question, déjà très connue ; mais elle est assez intéressante pour que l'on s'y arrête à nouveau, et

(1) Nous nous sommes inspirés dans cette partie de notre étude de l'intéressant rapport fait par M. PALMADE, député, sur le budget du Ministère des Finances, à l'occasion du budget général pour l'exercice de 1928. (*J. O.*, année 1927, Doc. parl. Chambre annexe 4872, p. 1417 et suivantes.)

le processus qui s'est développé en cette matière mérite d'être décrit en détail.

Pour procéder à ses achats continuels de devises qui prirent l'extension que l'on sait, la Banque de France dut émettre des billets d'une façon presque ininterrompue ; la loi du 7 août 1926 lui en ayant, donné l'autorisation, — elle resta dans les limites de la plus stricte légalité. Les francs ainsi créés augmentèrent le montant total de la circulation, et la quantité déjà pléthorique de capitaux disponibles sur le marché. Au début, ces derniers qui trouvaient très difficilement des placements (nous avons déjà signalé la crise qui sévissait alors) affluaient vers les caisses du Trésor public ; c'est en effet l'époque où les comptes courants du Trésor enflèrent démesurément. Ayant ainsi de nombreux capitaux à sa disposition, celui-ci les employa à rembourser petit à petit sa dette vis-à-vis de la Banque de France ; si nous voyons en effet le poste « divers » de l'actif augmenter, le poste « Avances à l'Etat » diminue corrélativement. D'autre part, ces capitaux disponibles trouvaient également des placements avantageux dans les souscriptions aux bons de la Défense Nationale émis par la Caisse Autonome d'amortissement. Cette dernière, qui reçut de la sorte une partie des disponibilités du marché, les versa à son compte courant ouvert sur les livres de la Banque de France. A cette époque, en effet, le montant total des comptes courants et de dépôts, parmi lesquels figure celui de la Caisse Autonome, passe de 5.600 millions au début de 1927, à plus de 12 milliards en juin-juillet de la même année. C'est pour toutes ces raisons que le poste « circulation » n'avait pas encore augmenté. Au surplus, il faut signaler que les francs émis par la Banque lui revenaient par une troisième voie ; les particuliers qui étaient débiteurs de l'institut d'émission remboursèrent en partie leurs dettes, ce qui n'est pas sans expliquer la diminution du poste « Avances sur titres » ; enfin les commerçants devant l'afflux des capitaux de toutes parts ne faisaient plus appel à l'escompte.

En résumé, nous voyons donc qu'au début les billets émis

par la Banque pour faire face à ses achats de devises n'étaient mis en circulation que pour peu de temps : ils lui revenaient, soit par l'intermédiaire du Trésor, pour la plus grande partie, soit par l'intermédiaire de la Caisse Autonome, soit même enfin par les particuliers. C'est ce qu'on a appelé le circuit. (1) Les achats de devises, effectués par notre institut d'émission, eurent pour premier résultat immédiat de permettre le remboursement partiel de la dette du Trésor vis-à-vis de la Banque. Bien plus, ils donnèrent au billet un gage bien plus fort. Alors qu'auparavant celui-ci n'était garanti, pour les 2/3 au moins de sa valeur, que par les avances à l'Etat, créance immobilisée plus ou moins certaine, cette proportion décrut peu à peu à la suite des achats de devises et des remboursements simultanés de l'Etat ; au fur et à mesure de ces derniers, la garantie immobilisée était remplacée par la garantie extrêmement forte que constituaient les devises. Ce sont donc les achats de change qui ont permis à la Banque d'être remboursée. Le résultat de ces remboursements ne fut pas la déflation, mais uniquement l'augmentation de la valeur du billet. (2) Sur ce point, M. MOREAU disait : Ces mouvements conjugués d'émission et de rentrée de fonds, qui ont caractérisé cette année (1927) le mécanisme de notre marché monétaire, ont abouti en définitive à un assainissement certain des postes de notre actif, qui garantissent la circulation des billets, en y substituant pour une part très importante, au gage immobilisé que constitue notre créance sur l'Etat, des éléments liquides et directement soumis à notre contrôle ». (3)

(1) M. PALMADE a qualifié ce mécanisme d' « achats de devises sans inflation ». Ceci laisse supposer qu'il considère comme étant de l'inflation le fait d'émettre des billets au-dessus du maximum légal, en paiement des devises, bien que la loi du 7 août 1926 ait formellement autorisé la Banque à agir ainsi ; nous nous expliquerons plus loin à ce sujet.

(2) Voir à ce sujet le journal *Excelsior* du 29 août 1927 qui présente sous une forme originale et heureuse la valeur de la garantie des billets en 1914, 1926 et 1927.

(3) Rapport à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque de France du 26 janvier 1928.

Mais la situation ne devait pas rester telle perpétuellement. Le circuit que nous avons vu se fermer par la continuité du cycle que suivaient alors les billets émis, ne s'est plus fermé à partir d'un certain moment. Cela bien évidemment s'est traduit par une augmentation lente mais progressive du volume de la circulation fiduciaire ; les billets émis en contre-partie des achats de devises ne revenaient plus intégralement dans les caisses de la Banque par les moyens intermédiaires que nous avons étudiés précédemment ; une partie restait en circulation et le poste « billets au porteur en circulation » enflait.

Sous quelles influences ce cycle s'est-il rompu ?

Nous avons vu que les francs disponibles qui venaient inonder le marché par suite des émissions de billets trouvaient des placements avantageux et facilement réalisables dans les comptes courants du Trésor et les Bons de la Défense Nationale. Mais devant cet afflux de disponibilités, le Trésor diminua peu à peu le taux d'intérêt qu'il servait à ses déposants ; si bien que ceux-ci qui n'étaient plus attirés par la perspective d'un intérêt avantageux, gardaient leur argent ou essayaient de l'employer dans d'autres placements. Le Trésor ne pouvait donc plus restituer à la Banque des billets qu'il ne recevait plus et que, du reste, il n'attirait plus.

Le même raisonnement s'applique aux opérations traitées par la Caisse Autonome. Ses dirigeants s'émurent en effet de la quantité énorme de souscriptions aux Bons de la Défense Nationale qui étaient alors effectuées ; dès la fin de l'année 1926, elle avait commencé à pratiquer une politique de restriction ; elle supprima d'abord l'émission des bons à 1 mois, puis à 3 mois, 6 mois et enfin un an, ne laissant plus subsister que des bons à 2 ans. D'autre part, elle abaissa le taux d'intérêt servi, qui fut progressivement ramené à 4 1/2 0/0, voire même à 4 0/0 depuis 1928. Toutes ces mesures n'étaient pas sans détourner les capitaux des placements en bons de la Défense Nationale. Mais, comme, malgré tout, le montant maximum d'émission des bons était encore dépassé, la Caisse Autonome imagina une politique

plus hardiment restrictive encore, et réglementa sévèrement cette émission elle-même, en fixant mensuellement un chiffre maximum. Elle s'engageait ainsi dans une tendance à diminuer progressivement cette dette à court terme, qui se chiffrait par dizaines de milliards.

Toutes ces mesures n'avaient pas été sans avoir leur influence sur les disponibilités de la Caisse ; déjà la suppression des bons à très court terme, qui n'avaient pas tous été remplacés par des bons à deux ans, l'avait obligée à pratiquer de nombreux remboursements ; sa politique volontairement restrictive augmentait d'autre part ses besoins de francs ; pour faire face à tout cela, non seulement elle dut s'abstenir de déposer à son compte courant à la Banque les billets qu'elle détenait, mais elle fut même obligée de prélever une grosse partie de son disponible ; par la Caisse Autonome, pas plus que par le Trésor public les billets ne rentraient dans les caisses de la Banque.

Toutefois, il faut remarquer qu'en 1927, le maximum de 58 milliards 1/2 ne fut jamais atteint ; pendant cette année, la Banque de France « a pu procéder à toutes ses acquisitions d'or et de devises, sans utiliser à aucun moment la marge complémentaire mise à sa disposition par la loi du 7 août 1926 ».

Les fâcheuses prémisses apparues en 1927 s'aggravèrent en 1928. La politique de compression de l'intérêt servi par le Trésor à ses déposants fut accentuée de plus en plus (1) ; d'autre part, la Caisse Autonome n'émettait plus que des bons à deux ans. Elle eut également à faire face aux remboursements des derniers bons à un an qui venaient à échéance pendant le cours de l'année 1928, et que l'on hésitait parfois à renouveler à plus long terme, ne voulant pas

(1) Le taux servi fut abaissé à 1 0/0 en 1928. Quoique le taux de l'argent était très bas à cette époque (l'escompte hors banque se pratiquait à 2 1/2 à peine) il était toutefois supérieur au taux offert par le Trésor qui n'attirait donc plus les capitaux disponibles.

engager de fonds pour une période assez longue, étant donné l'incertitude qui régnait encore sur le lendemain.

Pour toutes ces raisons, la circulation fiduciaire augmenta pendant le cours de 1928, dans de beaucoup plus grandes proportions que la précédente année. Le Trésor ni la Caisse Autonome ne pouvaient plus rendre aux caisses de la Banque de France les billets en circulation (1). Aussi vit-on alors pour la première fois depuis 1926 le montant des billets atteindre et même dépasser le maximum légalement autorisé de 58 milliards 1/2. Ce chiffre était atteint dans le courant de mars 1928. Il fut même dépassé, car le 5 avril, le bilan présentait au poste « Billets en circulation », un chiffre de 60.293 milliards, et le 10 mai, 60.384 millions. A la veille de la stabilisation, il était encore de 59 milliards.

Cette situation n'était pas inquiétante, encore moins illégale. Pas inquiétante, car si le montant total des billets en circulation augmenta en un an de huit à dix milliards, la garantie de ces billets en devises était passée de 0 à 25 milliards. Jointe aux monnaies d'or et d'argent achetées en vertu de la loi du 7 août, cette garantie, comme nous l'avons vu, augmentait considérablement la valeur du billet. Cette situation n'était pas illégale non plus, puisque le montant total des billets pouvait dépasser de 29 milliards environ (somme des devises et monnaies achetées en exécution de la loi du 7 août 1926) le maximum d'émission : loin d'atteindre ce chiffre, la différence entre le montant effectif des billets en circulation et le maximum était à peine de deux ou trois milliards. Ce qu'il importait surtout de voir c'était le merveilleux résultat qui avait pu être obtenu pendant plus d'un an, et qui avait permis de maintenir le volume de la circulation relativement assez réduit, eu égard à la multiplication des causes d'émission des billets.

Je pense qu'il est temps maintenant, avant d'en terminer avec cette importante question de la circulation, d'essayer

(1) Exception faite pour le remboursement effectué par le produit de la souscription en numéraire à l'emprunt 5 0/0 1928.

de présenter une thèse qui a souvent été défendue, et qui consiste à soutenir que ces émissions de billets effectuées en application de la loi du 7 août 1926 constituaient de l'inflation. C'était déjà, nous l'avons vu, l'objection soulevée par M. le Député C. CHABRUN, lorsque M. Emile BOREL crut devoir déposer en février 1926 une proposition de loi autorisant les achats de métaux précieux par la Banque de France. M. MENDES-FRANCE, tout au moins en ce qui concerne les achats d'or et d'argent, semble partager cette opinion ; nous devons du reste reconnaître qu'il n'est pas du même avis quand il s'agit des achats de devises.

A mon sens, s'il m'est permis de donner un avis à ce sujet, il ne me semble guère possible a priori de parler ici d'inflation. Il n'y a inflation que lorsqu'il y a émission de billets sans autre garantie que la créance plus ou moins douteuse de la Banque d'émission sur l'Etat à qui elle a prêté. Mais une opération normale des Banques d'émission étant d'émettre des billets en contre-partie d'entrée dans ses caisses de métaux précieux, je ne puis m'expliquer pourquoi il y aurait inflation quand ces échanges or contre billets étaient effectués à une époque où l'or valait sur le marché quatre ou cinq fois plus qu'avant-guerre.

Mais ce que je m'explique encore moins, c'est que, critiquant cet échange de métal contre des billets, on se refuse à adresser le même reproche aux achats de devises. Certes, il n'y eut pas là non plus, à notre sens, de l'inflation puisque les devises achetées sont des monnaies-or, convertibles en or, pouvant effectivement et sûrement garantir les billets de banque ; mais je ne vois pas de raison sérieuse pour ne pas appliquer le même raisonnement aux premiers achats qui ont, s'il est possible, un objet plus certain encore que les devises, puisqu'ils portent directement et véritablement sur la marchandise même qui est appelée à garantir immédiatement l'émission, alors que la devise ne la garantit que médiatement.

Quoi qu'il en soit, je crois qu'il n'y a inflation ni dans l'un ni dans l'autre cas, et que la loi du 7 août 1926 n'a

pas été une loi d'inflation, quand elle a autorisé la Banque de France à émettre des billets en sus du maximum légal.

Tel semble bien du reste être l'avis de M. MOREAU, gouverneur de notre Institut d'émission ; on peut lire en effet dans son rapport à l'Assemblée générale des actionnaires du 26 janvier 1928 : « Cet accroissement (de la circulation); conséquence des achats d'or et de devises ne doit ni nous surprendre, ni nous alarmer. Il a été constaté dans le passé, à maintes reprises, dans les périodes où notre encaisse métallique s'est trouvée renforcée ou reconstituée, et ne peut susciter les mêmes appréhensions que *l'inflation née des besoins de l'Etat.* »

Cependant, certains prétendent qu'il y eut une sorte d'inflation lorsque la Banque de France émit des billets pour couvrir ses nombreux achats de devises, car ces émissions ne correspondaient pas, disent-ils, à de réelles opérations commerciales. Nous devons du reste reconnaître que c'est pour arrêter cette création continuelle de billets que la loi de stabilisation intervint et décida que dorénavant, aucun billet ne serait émis que contre un versement égal en or.

Contrairement à certaines banques d'émissions étrangères, la Banque de France n'admet pas les devises comme gage de la circulation, mais uniquement le métal ; cette mesure fut adoptée pour arrêter net les menaces d'inflation qui s'étaient fait sentir précédemment.

Nous devons donc conclure, pour terminer cette étude de la circulation fiduciaire, qu'en réalité, étant donné les circonstances, ce poste du bilan présente pendant les deux années de redressement financier et de revalorisation partielle de la monnaie, l'aspect le meilleur possible. Bien que des émissions considérables de billets furent pratiquées pour faire face aux achats de devises et de métaux précieux, le montant total de la circulation reste fixé uniformément entre 53 et 60 milliards de francs. Ce résultat fut atteint grâce aux heureux efforts conjugués du Trésor, de la Caisse Autonome d'amortissement et de la Banque elle-même, dont la sagesse est universellement reconnue ; celle-ci sut, d'autre part,

placer en report une partie des devises dont elle était propriétaire, réduisant d'autant le volume des francs en circulation. Mais ce qu'il faut aussi retenir, c'est que malgré la menace d'inflation qui put se présenter par suite de la spéculation étrangère et de l'achat considérable de devises effectué par notre Institut d'émission, la valeur des billets augmenta dans la proportion de 1 à 3,5.

La Banque de France qui possédait tous les éléments pour mener à bien la stabilisation, puisqu'elle contrôlait à la fois le marché des changes, la spéculation et la circulation, fut vraiment l'agent principal de la réforme monétaire qu'allait consacrer définitivement la loi du 25 juin 1928.



CHAPITRE III

LA LOI DE STABILISATION

Son influence sur le bilan de la Banque de France

Je me contenterai dans ce dernier chapitre de faire un commentaire très général de la loi monétaire du 25 juin 1928 et tout particulièrement des première et troisième conventions annexées à cette loi, intervenues l'une entre le Président du Conseil, Ministre des Finances, et le Gouverneur de la Banque de France ; l'autre, entre la Caisse Autonome de gestion des Bons de la Défense Nationale et d'amortissement de la Dette publique et la Banque de France.

Nous avons vu dans nos précédents développements quelle avait été la situation réciproque de l'Etat et de la Banque de France et comment elle avait évolué, favorablement pour les finances publiques, de juillet 1926 à juin 1928. Nous avons vu quelle considérable amélioration avait été réalisée pendant près de deux ans, et comment le bilan de notre Institut d'émission s'était progressivement assaini au point de devenir même fort satisfaisant à la veille de la stabilisation. Celle-ci cependant devenait tout à fait nécessaire ; il était

indispensable de consacrer légalement par un texte législatif l'état de fait sous lequel la France vivait depuis dix-huit mois, et qu'il était impossible de modifier à nouveau, fut-ce même pour l'améliorer. La Banque de France avait joué jusqu'au bout avec la plus parfaite régularité et en obtenant les meilleurs résultats possibles; son rôle de régulateur du crédit et de frein à la spéculation ; mais il était temps de la décharger de ce dernier fardeau qui aurait pu devenir très lourd à supporter et dont certaines conséquences fâcheuses se faisaient déjà sentir.

Certes, la Banque de France eut pu exiger de l'Etat un remboursement total des prêts qu'elle lui avait consentis pendant et après la guerre. Elle jugea plus sage de ne pas formuler de trop grandes exigences et crut plus conforme aux intérêts généraux du pays et du crédit français de se prêter à la réforme. « Votre conseil, disait récemment M. le Gouverneur Moreau aux actionnaires de la Banque, (1) donna son assentiment à une réforme monétaire qui lui était apparue inévitable. Il aurait été en droit d'exiger qu'avant d'enlever à la Banque la protection qui résultait du cours forcé, l'Etat amortit le reliquat de sa dette envers elle par un remboursement effectif en billets ou en espèces métalliques, et non par la simple application en écritures de la plus-value conférée à l'encaisse or en exécution de la loi monétaire. Le Conseil général estima qu'il ne devait pas user de ce droit, convaincu que le retour immédiat à la convertibilité en or du franc était la seule mesure adéquate aux véritables intérêts du pays ». C'était une preuve de l'excellente politique toujours suivie par notre Institut d'émission en matière monétaire.

La loi du 25 juin 1928 abrogeait l'article 3 de la loi du 5 août 1914 qui avait établi le cours forcé des billets de la Banque de France. D'autre part, elle donnait au franc une nouvelle valeur : « le franc est constitué par 65,5 milligram-

(1) Rapport présenté à l'Assemblée-générale des actionnaires de la Banque de France le 31 janvier 1929.

mes d'or au titre de 900 millièmes ». C'était la consécration légale d'une dépréciation qui existait en fait depuis longtemps ; le franc valait environ cinq fois moins qu'avant guerre. A ce prix la Banque de France devenait acheteur de monnaies et d'autre part, elle était tenue sous diverses conditions de lieu ou de quantité d'échanger contre de l'or les billets de Banque qui seraient présentés à ses caisses au remboursement.

D'autre part, jusqu'alors l'émission des billets était réglée par la fixation d'un maximum. Avant la guerre, en vertu de la loi du 29 décembre 1911, celui-ci était de 6.800 millions de francs. Nous savons qu'il fût porté par paliers successifs, résultats de diverses lois d'inflation, à 58 milliards 1/2. Cette fixation rigide d'un maximum d'émission n'était pas sans offrir des inconvénients et sans constituer une entrave à l'aide susceptible d'être fournie par la Banque au commerce et à l'industrie. Une des innovations de la loi de stabilisation fut de supprimer ce plafond et de lui substituer un système plus souple et plus rationnel à la fois. « La Banque de France, dit l'article 4 de la loi, est tenue de conserver une encaisse en lingots et monnaies d'or égale au minimum à 35 0/0 du montant cumulé des billets au porteur en circulation et des comptes courants créditeurs. » Le maximum d'émission était donc désormais variable et ses variations possibles correspondaient exactement aux variations de l'encaisse. Cette proportion de 35 0/0 a pour résultat de garantir très fortement les billets et il faut remarquer que c'est une des plus élevées qui existent dans le monde. C'est d'autre part avec beaucoup de sagesse que l'on ajoute le montant des comptes courants créditeurs à la circulation des billets pour le calcul de ces 35 0/0 ; ceux-ci sont en effet, au même titre que les billets des engagements à vue à la Banque et il ne faudrait pas qu'un brusque mouvement de demandes de remboursement des soldes créditeurs des comptes, qui aurait pour conséquence d'accroître le montant total de la circulation, soit de nature à compromettre la garantie métallique des billets, en en diminuant fortement la proportion.

Depuis le vote de la loi de stabilisation cette proportion de 35 0/0 fut toujours largement acquise voire même souvent dépassée et en fait elle varie entre 38 et 41 0/0 en moyenne.

Signalons en passant, et à titre indicatif seulement, car ceci dépasse un peu le cadre de notre sujet, que la France a abandonné le système de bimétallisme à la suite de la stabilisation. Certes ce système avait déjà été gravement compromis par des mesures diverses avant guerre, la frappe libre ayant été supprimée pour l'argent. Mais l'expérience ayant démontré que les variations de cours des métaux or et argent n'étaient pas forcément concomitantes et proportionnels, on a jugé préférable de se ranger au système du monométallisme or adopté du reste par presque tous les pays et à prendre l'or comme seule base légale de la valeur du franc. En conséquence les pièces d'argent frappées avant guerre ont été démonétisées, l'encaisse argent a disparu du bilan de la Banque de France ; celle-ci s'est engagée à céder à l'Etat les pièces qu'elle conservait au 25 juin 1928 au cours du métal à ce jour. Cette cession devra être effectuée le 31 décembre 1929 au plus tard. Un compte provisoire « pièces démonétisées en argent à refondre » les a momentanément prises en charge au bilan.

Nous arrivons à l'étude des modifications du Bilan de la Banque résultant de cette loi monétaire et réglées spécialement par la convention du 23 juin 1928 entre l'Etat et la Banque de France, convention annexée à ladite loi.

Nous avons vu précédemment qu'à la veille de la stabilisation l'encaisse de la Banque comprenait quatre subdivisions :

- 1° Or en France ;
- 2° Or libre à l'étranger ;
- 3° Or immobilisé à l'étranger ;
- 4° Argent.

Pour l'argent nous venons de voir ce qu'il était devenu, et comment il devait être appelé à disparaître complètement

du bilan dans un court délai ; je n'y reviens pas. Signalons toutefois que le stock d'argent détenu par la Banque fut réévalué « d'après le poids réel des monnaies au cours de l'argent sur le marché international des métaux » le jour de la promulgation de la loi monétaire.

L'or en France fut réévalué à la nouvelle parité monétaire (c'est-à-dire 1 franc par 65,5 milligrammes) d'après le poids réel du métal, déduction faite des frais de frappe au nouveau tarif de la monnaie. Il en fut de même pour l'or acheté en exécution de la loi du 7 août 1926 et de la convention du 16 septembre suivant, et pour l'or libre à l'étranger.

Nous verrons plus loin ce qu'est devenu l'or immobilisé à l'étranger.

Les devises détenues par la Banque de France et provenant des nombreux achats qu'elle avait effectués précédemment, furent également réévaluées à leur nouvelle parité intrinsèque sur la base de l'or. Elles figurèrent alors au bilan sous plusieurs rubriques suivant leur degré de liquidité, et purent être mises clairement en évidence, contrairement à la pratique précédente qui consistait à les bloquer sous le poste « divers » de l'actif. C'est ainsi qu'apparurent les postes « Disponibilités à vue à l'étranger », « Effets négociables achetés à l'étranger » et « Devises en report ». Ce dernier comprend les devises placées par la Banque comme nous l'avons indiqué dans le chapitre consacré aux devises.

Toutes ces devises achetées pendant la période précédente par la Banque pour le compte du Trésor, devinrent par l'effet de la loi de stabilisation la propriété de la Banque qui en encaisse seule dorénavant les intérêts. Certains membres du Parlement, en particulier, M. Vincent AURIOL, porte parole du groupe socialiste, se sont élevés lors de la discussion de la loi du 25 juin 1928 contre cette nouvelle source de bénéfices pour la Banque de France. « Il y a là pour la Banque de France un bénéfice considérable disait-il » bénéfice qui n'était pas compensé par la redevance supplémentaire que la Banque devait verser à l'Etat sur la circulation productive.

M. DE CHAPPEDELAINE, rapporteur général de la Commission des Finances à la Chambre des Députés, s'exprimait ainsi lors de cette même discussion :

« Il reste à examiner si, de son côté la Banque de France a consenti des sacrifices suffisants au regard de l'abandon total qui lui est fait des devises qu'elle avait primitivement achetées pour le compte du Trésor français et dont elle va dorénavant encaisser seule les intérêts.

« D'un point de vue strictement comptable, on peut dire que les charges nouvelles qu'assume la Banque s'élèvent approximativement à 285 millions, savoir :

« 1° La Banque perd sa créance représentée par les bons émis par le Trésor en garantie de ses avances, soit une somme de 14 milliards portant intérêt à 0,50 0/0	70.000.000 »
« 2° Elle fait un prêt à l'Etat sans intérêt de 3 milliards de billets prélevés sur sa circulation et qui lui auraient rapporté à un taux d'escompte de 3,50 0/0	105.000.000 »
« 3° Sur les bons russes, elle perd sur 5 milliard 930 millions, l'intérêt à 0,50 0/0 soit.	30.000.000 »
« 4° Elle supporte, en cas de mobilisation des bons russes, une charge supplémentaire d'intérêt	mémoire
« 5° Enfin, il lui est demandé une augmentation de redevances qui se chiffre, par rapport à ce qu'aurait donné l'application des anciennes redevances à la circulation actuelle, par	80.000.000 »
Total	<u><u>285.000.000 »</u></u>

« Mais, en regard de ces chiffres, il conviendrait de placer les ressources nouvelles dont va profiter la Banque au titre de l'intérêt des devises dont elle devient propriétaire. Ici, je rejoins la question posée tout à l'heure par mon éminent ami M. Vincent AURIOL, auquel j'ai répondu en donnant un chiffre qui n'a pas été contredit par le Gouvernement. » Ce chiffre avait été fixé à 600 millions de francs. Bien que les termes de ce rapport soient moins vifs que ceux employés par l'orateur socialiste, il semble que dans l'esprit de son auteur, il y eut malgré tout une certaine critique dirigée contre ce nouvel état de choses.

Sans vouloir entrer dans une discussion qui nous conduirait trop loin, je me contenterai de dire que s'il y avait pour la Banque un bénéfice, il ne constituait qu'une légère compensation des pertes qu'elle avait éprouvées et une faible rémunération des services rendus par elle à l'Etat et au crédit français et qu'il n'y avait pas lieu de s'en émouvoir.

La réévaluation du stock d'or faisait par contre apparaître un bénéfice considérable pour la Banque. L'actif de son bilan augmenta dans une grosse proportion. Pour rétablir l'équilibre, il fut décidé que la plus-value nette résultant de cette nouvelle évaluation profiterait non pas à la Banque elle-même mais à l'Etat.

Cette plus-value en effet, ajoutée au solde disponible du compte de réserve et d'amortissement, servit à pratiquer divers amortissements dont nous nous contenterons de citer les principaux :

1° Amortissement du solde du compte des avances temporaires à l'Etat, consenties pendant et après la guerre, qui se montaient à 17.900 millions le 21 juin 1928. C'était donc par un simple jeu d'écritures que disparaissaient les avances directes extraordinaires à l'Etat français. Cette opération peut évidemment prêter à de nombreuses critiques ; la Banque eut été en droit d'exiger le remboursement intégral de sa créance ; nous avons vu précédemment que son Conseil général n'avait pas voulu se montrer aussi exigeant. D'au-

tre part, il faut remarquer que le Trésor avait déjà remboursé en un an et demi la moitié de sa dette qui était tombée de 36 à 18 milliards ;

2° Amortissement de la somme de 1.349.601.215 fr. 22 à imputer sur celle de 1.401.549.429 fr. 63 montant de l'or non disponible à l'étranger, le surplus soit 51.948.214 fr. 41 devant être amorti sur les ressources de la Banque elle-même ;

3° Amortissement d'une somme de 209 millions environ dont l'Etat était débiteur vis-à-vis de la Banque de France, et qui représentait la perte subie par cette dernière sur les achats de devises en vertu de la loi du 7 août 1926.

Tous ces amortissements furent possibles parce que la réévaluation de l'encaisse or fit ressortir une plus-value nette de 16.640 millions de francs ; avec le chiffre de 553 millions de francs, auquel s'élevait le compte d'amortissement il apparaissait une plus-value totale de 17.193 millions. Une somme de 2.080 millions resta disponible, une fois tous les amortissements opérés ; en exécution de l'article 5 de la convention entre la Banque de France et l'Etat du 23 juin 1928, elle fut portée au Crédit du compte courant du Trésor public. Malgré ces divers amortissements et par suite de la politique poursuivie pendant toute la période précédant le vote de la stabilisation légale, qui avait eu pour objet de renforcer le stock d'or, le montant total de l'encaisse atteignait après la réévaluation un chiffre supérieur à celui de l'ancienne encaisse évaluée à l'ancienne parité monétaire.

Remarquons de plus la disparition du poste « bons du Trésor français escomptés pour avances aux gouvernements étrangers. » Son montant total, soit 5.930 millions, fut pris en charge par la Caisse Autonome qui délivra en échange à la Banque de France des bons de caisse négociables, pour un montant égal. C'est ce qui explique l'apparition du poste « Bons négociables de la Caisse Autonome d'amortissement » ; la loi a prévu divers moyens d'amortissement de ces bons par la Caisse autonome elle-même

Enfin les prêts sans intérêts à l'Etat furent fixés définitivement à 3.200 millions, 200 millions provenant de l'ancien compte « Avances à l'Etat » ; et les 3 milliards restant constituant un nouveau prêt définitif destiné à la dotation de certaines œuvres. Il faut insister sur la volonté absolue de la Banque de France et de l'Etat de mettre définitivement un terme à la pratique des avances extraordinaires consenties pendant la guerre. « Le Trésor ne peut plus, en aucun cas, disait M. MOREAU, se rendre débiteur sur les livres de la Banque. Il doit, comme il est normal, pourvoir à ses besoins courants avec les disponibilités du solde créditeur de son compte courant. » A l'heure où nous écrivons ces lignes (avril 1929), le Trésor n'a pas failli à son devoir, et la situation paraît absolument certaine à ce sujet.

Au passif du bilan de notre Institut d'émission, les changements sont de moins grande envergure qu'à l'actif. Remarquons la disparition du compte d'amortissement. D'autre part, comme nous l'avons déjà indiqué, l'encaisse métallique doit toujours être au moins égale à 35 0/0 du montant total de la circulation et des comptes courants créditeurs ; pour faire apparaître clairement ce montant on a groupé dans le bilan le poste « Billets au porteur en circulation » et les divers postes comportant des engagements à vue, savoir :

Compte courant du Trésor public.

Compte courant de la Caisse Autonome d'amortissement.

Comptes courants et comptes de dépôts de fonds.

Dispositions et autres engagements à vue.

Enfin le compte « Engagements provenant de reports sur devises » est la contre-partie pour un montant égal du poste de l'actif « Devises en report » (1).

Tels sont les principaux points qu'il fallait indiquer pour

(1) Ces deux comptes devaient disparaître dès la fin de l'année 1928, la Banque n'ayant pas continué cette politique de placement en report de ses devises après la loi de stabilisation, mais cherchant, au contraire pour ces dernières des placements à long terme.

faire ressortir l'influence de la loi et stabilisation sur la situation de la Banque de France. Ce fut surtout une œuvre d'assainissement, longuement préparée pendant toute la période que nous avons étudiée.

Quelque regrettables que soient toutes ces mesures, puisqu'elles consacrent une dépréciation des $\frac{4}{5}$ environ de la valeur de notre monnaie, elles constituaient un mal nécessaire. Malgré les possibilités matérielles de faire mieux, il eut été dangereux de revaloriser le franc. Au surplus, quelque abondante que soit la circulation fiduciaire (elle dépasse 60 milliards de francs), il faut tenir compte de l'importance du gage constitué particulièrement par une forte encaisse. Tous les éléments du bilan de la Banque présentent un caractère de solidité absolue. Le plan que nous nous sommes tracé nous interdit de les étudier plus à fond, mais une rapide lecture de ce bilan permettra de dégager ce caractère que nous lui attribuons.

BILAN
DE LA BANQUE DE FRANCE
AVANT ET APRÈS LA LOI DU 25 JUIN 1928

I. AVANT

SITUATION HEBDOMADAIRE DE LA BANQUE DE FRANCE

Paris et Succursales

	ACTIF	Au 21 Juin 1928
Encaisse de la Banque :		
Or :		
En France	3.678.542.202	»
Libre et disp. or à l'Etranger	162.771.478	»
Non disponible à l'étranger	1.401.549.430	»
Total	5.542.863.110	»
Argent	342.944.373	»
	5.885.807.483	»
Disponibilités à l'étranger	63.290.580	»
Or, argent et devises achetés (Loi du 7 août 1926) ..	2.963.040.077	»
Effets-échus hier à recevoir à ce jour	10.834.356	»
Comptes courants postaux	467.018.086	»
Portefeuille Paris :		
Effets Paris	535.452.411	»
Effets Etranger	14.704.503	»
Effets du Trésor	6.130.075	»
Portefeuilles des succursales	1.157.285.384	»
Avances sur lingots :		
Paris	»	»
Succursales	»	»
Avances sur titres à Paris	229.554.565	»
Avances sur titres dans les succursales	1.676.807.554	»
Avances à l'Etat	250.000.000	»
Avances à l'Etat (Lois de 1914 à 1920)	11.299.840.364	»
Bons du Trésor français escomptés pour avances de l'Etat aux Gouvernements étrangers	5.930.000.000	»
Rentes de la Réserve	10.000.000	»
Rentes de la Réserve (ex-banques)	2.980.750	»
Rentes disponibles	212.422.580	»
Rentes improductives	100.000.000	»
Hôtel et mobilier de la Banque	4.000.000	»
Immeubles des succursales	215.267.181	»
Dépenses d'administration de la Banque et des succursales	87.322.485	»
Emprunt de la réserve	8.156.465	»
Divers	31.305.167.258	»
Total	68.976.411.794	»

PASSIF

Capital de la Banque	182.500.000	»
Reserve sur addition au capital	272.696.111	»
Réserves mobilières :		
Loi du 17 mai 1833	10.000.000	»
Ex-banques départementales	2.980.750	»
Loi du 9 juin 1857	9.125.000	»
Reserve ex-banque de la Banque	4.000.000	»
Reserve sur le	8.407.444	»
Compte d'amortis. (loi du 20 décembre 1918) :		
Gar. d'am. (Conv. 26 octobre 1917, article 3)	»	mémoire
Excéd. aff. à l'amort. des avances à l'Etat	492.299.833	»
Compte ann. d'int. au compte d'amortissement	19.412.089	»
Billets au porteur en circulation	59.881.795.485	»
Airrages de valeurs déposées	89.209.581	»
Billets en circulation	209.499	»
Compte courant du Trésor	9.058.007	»
Comptes courants de Paris	5.741.282.571	»
Comptes courants dans les succursales	1.630.031.039	»
Dépenses à payer	2.870.002	»
Escompte et intérêts divers	97.693.730	»
Réserve au dernier exercice	9.159.213	»
Divers	1.513.711.389	»
Total	68.976.411.794	»

APRÈS LA LOI DU 25 JUIN 1928

II. — APRÈS

SITUATION HEBDOMADAIRE DE LA BANQUE DE FRANCE

Paris et Succursales

ACTIF	Au 25 Juin 1928
Encaisse-or (monnaies et lingots)	28.934.885.268 85
Monnaies d'argent et de billon	233.164 27
Comptes courants postaux	699.822.920 51
Disponibilités à vue à l'étranger	15.984.600.741 31
Devises en report	9.777.767.643 »
Avances sur lingots et monnaies d'or	37.258.500 »
Effets de commerce escomptés sur la France	2.955.453.811 32
Effets de commerce escomptés sur l'Etranger	16.968.789 89
Effets négociables achetés en France	» »
Effets négociables achetés à l'Etranger	10.544.936.332 68
Avances sur titres	1.846.774.369 43
Bons négociables de la Caisse autonome d'amortisse- (Convention du 23 juin 1928)	5.930.000.000 »
Prêts sans intérêts à l'Etat (Loi du 9 juin 1857 ; con- vention du 29 mars 1878 ; loi du 13 juin 1878, prorogée, lois des 17 novembre 1911, 20 décem- bre 1918 et 25 juin 1928)	3.200.000.000 »
Rentes pourvues d'affectations spéciales (Loi du 17 mai 1834 ; décrets des 27 avril et 2 mai 1848 ; loi du 9 juin 1857)	112.980.750 14
Hôtel et mobilier de la Banque et immeubles des succursales	219.327.419 32
Pièces d'argent démonétisées à refondre	784.824.534 42
Divers	1.239.422.613 31
Total	82.285.226.858 46

PASSIF

Capital de la Banque	182.500.000 »
Bénéfices en addition au capital (Lois des 9 juin 1857 et 17 novembre 1897)	272.696.110 93
Réservoirs mobilières légales (Loi du 17 mai 1834 ; décrets des 27 avril et 2 mai 1848 ; loi du 9 juin 1857)	22.105.750 14
Réserve immobilière	4.000.000 »
Engagements à vue :	
Billets au porteur en circulation	58.772.461.105 »
Compte courant du Trésor public	5.078.688.970 25
Compte courant de la Caisse autonome d'amortis. Comptes courants et comptes de dépôts de fonds ..	1.934.117.189 24
Dispositions et autres engagements à vue	5.471.052.901 62
Engagements provenant de reports sur devises	273.389.659 84
Divers	9.777.767.643 »
	496.447.528 44
Total	82.285.226.858 46

COUVERTURE DES ENGAGEMENTS A VUE

Montant des engagements à vue	71.529.709.825 95
Proportion de l'encaisse-or aux engagements à vue.	40,45 0/0

CONCLUSION

Arrivés au terme de notre modeste travail, il convient de jeter un regard d'ensemble et d'essayer de dégager et de grouper dans cette conclusion les principaux points de notre étude.

Dans notre premier chapitre, dont certains, peut-être, nous reprocheront la longueur, nous avons vu quelle était la situation critique du crédit de l'Etat à l'époque où arrive au pouvoir le ministère Poincaré. Certes, la Banque de France, puisque c'est principalement d'elle dont nous nous sommes occupés, n'était pas dans une situation désespérée et elle présentait encore un certain degré de résistance, mais le crédit de l'Etat, intimement lié à celui de la Banque, était lui, depuis quelques mois, dans un état lamentable, le public n'avait plus confiance dans les engagements du Trésor.

Toutefois, réconforté par le patriotisme ardent de quelques hommes éminents qui arrivèrent en quelques heures à former un ministère qui devait vivre plus de deux ans, le peuple entier reprit confiance ; stimulée par cet élan général, la Banque de France qui possédait heureusement encore de sérieux éléments de solidité aida puissamment l'Etat à entreprendre une œuvre de stabilisation. En vérité, elle joua le rôle principal.

Pendant la fin de l'année 1926, nous avons vu qu'elle se contenta d'être un régulateur en matière de crédit. Puis quand elle vit que la spéculation changeait définitivement de sens, que l'on spéculait à la hausse et non plus à la baisse du franc, la Banque agit en sens contraire ; elle essaya d'aider le plus possible les commerçants et industriels en leur

procurant de l'argent aux meilleures conditions possibles pour qu'ils puissent soutenir et vaincre une crise due à cette brusque reprise du franc, et qui fut funeste à un certain nombre d'entreprises ; mais en cette matière le rôle de la Banque n'eut pas et ne pouvait pas avoir de grands résultats. On se procurait, en effet, l'argent dans des conditions bien trop avantageuses à cette époque pour que la baisse du taux officiel de l'escompte (baisse cependant très sensible qui le ramena de 7 1/2 à 3 1/2 0/0 en quatorze mois) eut un effet quelconque sur les variations de portefeuille commercial de notre Institut d'émission et sur l'aide qu'il était en mesure d'apporter aux affaires. Aussi, vit-on ce portefeuille diminuer progressivement et atteindre des chiffres très bas à certains moments.

Cette baisse progressive du taux de l'escompte ne pouvait pas non plus avoir une influence quelconque sur les cours des changes. Pendant toute la période que nous avons étudiée, et sauf de très rares et négligeables exceptions, le franc eut toujours tendance à monter. Pour empêcher une baisse trop sensible des monnaies étrangères, le remède classique consiste à pratiquer sur la place nationale une politique de baisse du taux officiel de l'escompte ; mais si cette mesure a une grande efficacité en temps normal, c'est-à-dire en période de convertibilité monétaire, elle n'en a plus aucune lorsque le billet de banque a cours forcé et n'est plus échangeable contre du métal. Aussi la baisse du taux de l'escompte de la Banque de France n'eut-elle pratiquement aucun résultat sur les offres des monnaies étrangères qui se présentaient sur la place de Paris.

Notre institut d'émission dut donc avoir recours à un moyen plus énergique, qui consiste à se porter acquéreur, à un prix fixé par lui, de toutes les monnaies étrangères qui ne trouvaient pas d'acquéreurs sur le marché. C'est la fameuse politique cambiste sur laquelle nous nous sommes étendus et qui constitue la partie la plus importante de l'action de la Banque pendant cette période de stabilisation de fait. Grâce à cette pratique qui eut pour résultat de faire

absorber par la Banque près de 30 milliards de devises, le change resta fixe pendant un an et demi : cette stabilité de fait était la plus parfaite préparation de la stabilité de droit consacrée par la loi du 25 juin 1928.

Ces achats qui contribuaient à maintenir le franc, eurent également pour effet, comme nous l'avons vu, de permettre à l'Etat de rembourser en partie sa dette, et aux billets de voir augmenter leur garantie. Bien plus, voulant que cette garantie soit la plus certaine et la plus forte possible, la Banque, pendant toute cette période acheta de l'or, tant en France qu'à l'étranger, ce qui eut pour résultat d'augmenter son encaisse qui devint la plus importante du monde après celle des Etats-Unis au lendemain de la stabilisation.

Toutes ces mesures, jointes au remboursement progressif des avances à l'Etat eurent pour effet d'assainir, dès avant le vote de cette loi, le bilan de la Banque dans de grandes proportions. Cet assainissement devait être complètement réalisé par la loi du 25 juin 1928. Certes, il ne faut pas trop se féliciter de cette mesure prise, qui, quelque nécessaire qu'elle était, n'en consacra pas moins une dépréciation de notre monnaie. Mais elle a au moins l'avantage d'avoir donné naissance à un nouveau régime de sécurité et de stabilité monétaire, condition indispensable de la prospérité économique. Il est peut-être encore un peu tôt pour prévoir quelles seront les conséquences de cette loi ; il semble cependant que l'œuvre accomplie a été suffisamment et assez sérieusement préparée pour qu'elle puisse réussir et porter d'heureux fruits. Le régime institué par elle doit cependant, au moins pendant les premières années de sa mise en application, être étroitement surveillé, afin que de graves erreurs ne soient pas commises qui pourraient nuire au succès attendu. M. POINCARÉ a lui-même répété à plusieurs reprises, que, la stabilisation une fois accomplie, il conviendrait encore de rester très prudent en toutes matières. Particulièrement il importera de ne pas, pendant longtemps encore, livrer le franc à une attaque continue de la politique. Mais il semble que l'on a mesuré de trop près le péril, pour que le bon sens

du peuple français l'empêche de mettre la cause publique entre les mains de politiciens trop intéressés à leurs propres intérêts et pas assez à ceux de la Nation qu'ils représentent ou qu'ils dirigent.

Sous réserve de ces quelques observations, qui ne laissent qu'entrevoir les risques que l'on pourrait encore courir si des fautes trop lourdes venaient à être commises ; il convient cependant de se montrer optimiste. La Banque de France, qui avait déjà, en tant d'occasions, sauvé ou consolidé le crédit de l'Etat français, accomplit en deux ans, grâce à sa traditionnelle prudence et à la haute compétence de ses dirigeants auxquels nous nous plaignons ici à rendre un hommage bien modeste mais très sincère, une œuvre merveilleuse à laquelle en terminant cette étude nous sommes heureux d'associer les noms de notre éminent gouverneur M. MOREAU, et de M. RIST, qui, avant, d'être sous-gouverneur de la Banque, fut notre savant maître à la Faculté de Droit de Paris.

Nous ne pouvons mieux faire en terminant ce modeste travail que de rappeler ici les noms de deux hommes éminents qui ont joué un rôle capital dans la restauration du crédit et des finances de la France.

Vu : *Le Président,*
Jean LESCURE.

Vu : *Le Doyen,*
H. BERTHÉLEMY.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

- AURIOL (V.). — Discours prononcé à la Chambre des Députés. Séance du 24 juin 1928.
- BANQUE DE FRANCE. — Rapports à l'Assemblée générale des actionnaires. Années 1926 à 1929.
- Capital* (Le). — Edition économique. Années 1926 à 1928.
- CHAMINADE. — L'expérience financière de M. Poincaré, 1927.
- CHAPPEDELAINE (de) (L.). — Rapport présenté au nom de la Commission des Finances de la Chambre des Députés sur le projet de loi monétaire. Séance du 24 juin 1928.
- CHÉRON (H.). — Discours prononcé au Sénat. Deuxième séance du 24 juin 1928.
- GERMAIN-MARTIN. — Cours d'Economie politique professés à la Faculté de Droit de Paris. Années 1926-1927 et 1927-1928.
- JENNY (F.). — Articles parus dans le supplément économique hebdomadaire du journal *Le Temps*.
- Journal des Economistes*. — Années 1926 à 1928. 1926 et 1927. (Thèse, Paris 1928.)
- PALMADE (M.). — Rapport fait au nom de la Commission des Finances de la Chambre des Députés sur le budget du Ministère des Finances pour l'année 1928.
- POINCARÉ (R.). — Discours prononcés à la Chambre des Députés. Séances des 2 et 3 février 1928, du 21 juin et du 24 juin 1928.
- Rapport du Comité des Experts*. — Année 1926.
- Revue d'Economie politique*. — Années 1926 à 1928.
- Revue de Science et de Législation financière*. — Années 1926 à 1928.
- THÉRY (R.). — Articles parus dans l'*Economiste Européen*. Années 1926 à 1928.
-

Table des Matières

Avant-propos	
---------------------------	--

CHAPITRE I

1°. — La Situation en Juillet 1926.....	12
--	-----------

Le compte du Trésor en juillet-Août 1926. — La circulation et ses garanties (encaisse, escompte, avances sur titres, avances à l'Etat). — Le crédit de l'Etat et celui de la Banque de France. — Les comptes des particuliers. — Le renversement de la situation fin juillet 1926.

2°. — Les suggestions du Comité des Experts.....	18
---	-----------

Composition du Comité. — Ses attaches avec la Banque de France. — Comment les experts entrevoyaient la stabilisation. — Rôle qu'ils assignaient à la Banque de France.

CHAPITRE II

LA CIRCULATION ET SES FACTEURS	24
Généralités.	

SECTION I. — LES AVANCES A L'ETAT	30
--	-----------

Les deux postes « Avances à l'Etat ». — Le remboursement du 31 décembre 1926. — Conventions du 16 juin 1927 et du 28 décembre 1927. — Emission de Rentes 5 0/0 1928 amortissables.

SECTION II. — L'ESCOMPTE ET LES AVANCES SUR TITRES

1° *L'Escompte* 32

Le volume excessif du portefeuille commercial de la Banque de France en juillet-août 1926, ses causes. — La politique restrictive de crédit pendant le deuxième semestre 1926. — La baisse corrélative du portefeuille. — Diminution progressive du taux de l'escompte en 1927 et 1928. — Diminution du volume du portefeuille. — L'année 1928 et la période d'attente.

2° *Les avances sur titres* 134

Généralités sur les avances sur titres. — Différences avec l'escompte. — Régularité du poste des « Avances ». — Les variations du taux des Avances et de la quotité du prêt. — Raison de la différence entre le taux de l'escompte et le taux des avances (spéculation).

3° *Les opérations normales de la Banque de France pendant les années 1926-1927-1928* 136

Diminution de l'escompte et des avances et des bénéfices correspondants. — Les opérations de Bourse. — Les opérations de change. — La politique d'économie. — Le dividende aux actionnaires.

SECTION III. — LA LOI DU 7 AOUT 1926

Généralités et texte de la loi 38

1° *Achat des monnaies d'or et d'argent* 40

Les premiers succès de ces opérations. — Diminution progressive. — Prix d'achat de ces monnaies. — Les variations du poste « Or, argent et devises achetées ». Mode d'évaluation de ces achats d'or.

Appendice 40

La convention du 11 avril 1927 entre la Banque de France et la Banque d'Angleterre. — Son objet, ses résultats.

2° Achat des devises	50
----------------------------	----

Historique. — La spéculation à la hausse du franc. — La Banque de France maîtresse du marché des changes. — Afflux des devises sur le marché français. — Causes de cet afflux. — Efforts de la Banque de France pour essayer de ralentir ce mouvement. — Secret gardé sur le prix d'achat des devises. — Achats d'or à l'étranger : échec de cette politique à Londres, ses causes. — Conférence de New-York : ses résultats. — Achats d'or à New-York fin 1927 et début 1928. — Les reports sur devises. — Influence des achats de devises sur la circulation fiduciaire : augmentation de la garantie des billets. — Le circuit, son mécanisme. — Pourquoi il cessa de fonctionner. — Rôle du Trésor et de la Caisse Autonome. — Augmentation de la circulation en 1928 : légalité de cette situation. — Doit-on voir dans cette augmentation une inflation ?

CHAPITRE III

LA LOI DE STABILISATION ET SON INFLUENCE SUR LE BILAN DE LA BANQUE DE FRANCE	52
---	-----------

Nouvelle méthode employée pour fixer le montant des billets en circulation. — Modifications apportées à l'actif du bilan. — L'encaisse ; sa réévaluation ; les devises. — Amortissements opérés. — Avances à l'Etat. — Modifications apportées au passif du bilan. — Nouvelles dispositions des divers comptes.

Conclusion	100
-------------------------	------------

Bibliographie	104
----------------------------	------------



IMPRIMERIE GIRON ET JUNG

Rue Victor-Hugo, 40
JUVISY



